

*PROJEKT*

# **STRATEGIA ROZWOJU RYNKU KAPITAŁOWEGO**



Ministerstwo  
Finansów

Co-funded by  
the European Union



**European Bank**  
for Reconstruction and Development

## Spis treści

Wstęp .....	8
Streszczenie .....	10
1. Charakterystyka polskiego rynku kapitałowego .....	13
2. Cele i podstawowe zasady SRRK.....	18
2.1. Cel główny.....	18
2.2. Cele szczegółowe SRRK.....	19
2.2.1. Cel 1: Zwiększenie skali pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym.....	20
2.2.2. Cel 2: Zwiększenie płynności.....	20
2.2.3. Cel 3: Zwiększenie efektywności instytucji pośredniczących .....	21
2.2.4. Cel 4: Zwiększenie udziału oszczędności w gospodarce.....	21
2.2.5. Cel 5: Bardziej efektywne procedury administracyjne .....	22
3. Diagnoza - aktualne bariery na polskim rynku kapitałowym .....	23
4. Planowane działania.....	25
4.1. Obszar 1: zarządzanie projektem SRRK.....	25
4.1.1. Powołanie Pełnomocnika Ministra Finansów ds. wdrożenia SRRK .....	25
4.1.2. Ustanowienie i funkcjonowanie zespołu ds. zarządzania projektem oraz powołanie tematycznych grup roboczych przy RRRF .....	25
4.1.3. Koordynacja działań pomiędzy MF, NBP i KNF.....	27
4.2. Obszar 2: kwestie natury ogólnej .....	28
4.2.1. Wzmacnianie zaufania .....	28
4.2.2. Wzmacnianie i przestrzeganie standardów ładu korporacyjnego .....	28
4.2.3. Oszczędności, integracja i edukacja w zakresie rynku finansowego.....	30
4.2.4. Zasoby ludzkie.....	33
4.3. Obszar 3: nadzór i reformy w zakresie regulacji .....	34
4.3.1. Zapewnienie przewidywalnego i skutecznego nadzoru .....	34
4.3.2. Usprawnienie procesu legislacyjnego w zakresie rynku kapitałowego i unikanie gold-platingu .....	38
4.3.3. Wdrożenie zasad i regulacji mających na celu ochronę inwestorów .....	40
4.3.4. Wdrożenie zasad i regulacji mających na celu rozwój rynku .....	43
4.4. Obszar 4: zachęty podatkowe i administracja skarbową .....	47
4.4.1. Zachęty podatkowe dla emitentów.....	47
4.4.2. Zachęty podatkowe dla inwestorów .....	48
4.4.3. Zwolnienie z podatku od niektórych instytucji finansowych .....	48
4.4.4. Usprawnienia w zakresie administracji skarbowej i inne zmiany podatkowe.....	49
4.5. Obszar 5: struktura rynku: .....	49
4.5.1. Rynek akcji.....	50
4.5.2. Skarbowe papiery wartościowe i transakcje typu repo .....	53
4.5.3. Obligacje rozwojowe i komunalne.....	57
4.5.4. Obligacje korporacyjne .....	57
4.5.5. Instrumenty pochodne.....	60
4.5.6. Instytucje pośredniczące.....	61
4.5.7. Opłaty i koszty .....	65
4.5.8. Infrastruktura post-transakcyjna .....	66
4.6. Obszar 6: innowacje .....	68
5. Program wdrożenia .....	71
5.1. System raportowania i monitorowania postępów prac .....	71
5.2. Finansowanie .....	71
6. Bibliografia .....	72
7. Słowniczek .....	76
8. Załącznik – zestawienie najważniejszych działań .....	80

## Spis rysunków

Rys. 1. Wybrane zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw w latach 2014-2017....	13
Rys. 2. Kapitalizacja spółek krajowych GPW vs liczba spółek.....	14
Rys. 3. Średnie dzienne obroty netto pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi na rynku krajowym.....	15
Rys. 4. Średnie dzienne obroty netto giełdowymi instrumentami pochodnymi na rynku krajowym	15
Rys. 5. Zagregowana wartość aktywów klientów domów maklerskich w 1 kw. 2016–3 kw. 2018 ..	16
Rys. 6. Wynik finansowy netto domów maklerskich w 1 kw. 2016–3 kw. 2018 ..	16
Rys. 7. Koszt kredytu bankowego dla przedsiębiorstw niefinansowych (dane miesięczne, denominowane w walucie krajowej, okres między 1 a 5 lat).....	17
Rys. 8. Wartość aktywów ogółem w podziale na fundusze według stanu na czerwiec 2018 r. ....	17
Rys. 9. Aktywa netto funduszy inwestycyjnych w latach 2013–2018 ..	18
Rys. 10. Wskaźnik płynności na giełdach w Europie w 2016 r. ....	20
Rys. 11. Struktura wdrażania SRRK ..	25
Rys. 12. Organizacja projektu SRRK ..	27
Rys. 13. Wiedza finansowa, zachowanie i postawy w różnych krajach ..	32

## Wykaz skrótów

<b>4IR</b>	Czwarta rewolucja przemysłowa (ang. <i>Fourth Industrial Revolution</i> )
<b>AIFMD</b>	Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (ang. <i>Alternative Investment Fund Managers Directive</i> )
<b>AML</b>	Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2018/843 z dnia 30 maja 2018 r. zmieniająca dyrektywę (UE) 2015/849 w sprawie zapobiegania wykorzystywaniu systemu finansowego do prania pieniędzy lub finansowania terroryzmu oraz zmieniająca dyrektywy 2009/138/WE i 2013/36/UE (ang. <i>Anti-Money Laundering</i> )
<b>ASO</b>	alternatywny system obrotu
<b>API</b>	otwarty interfejs programistyczny (ang. <i>application programming interface</i> )
<b>B2B</b>	relacja pomiędzy co najmniej dwoma podmiotami gospodarczymi (ang. <i>business-to-business</i> )
<b>B2C</b>	relacja pomiędzy przedsiębiorstwem i klientem indywidualnym (ang. <i>business-to-consumer</i> )
<b>C/Z</b>	wskaźnik cena/zysk (ang. <i>Price to Earnings</i> )
<b>C2C</b>	relacja konsument-konsument w internetowej sferze działalności handlowej (ang. <i>consumer-to-consumer</i> )
<b>CCP</b>	kontrahent centralny (ang. <i>central counterparty</i> )
<b>CFD</b>	kontrakt na różnice kursowe (ang. <i>contract for difference</i> )
<b>CSD</b>	centralny depozyt papierów wartościowych
<b>DLT</b>	technologia rozproszonego rejestru (ang. <i>Distributed Ledger Technology</i> )
<b>DMA</b>	usługa bezpośredniego dostępu do rynku (ang. <i>direct market access</i> )
<b>EBA</b>	Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (ang. <i>European Banking Authority</i> )
<b>EBOR</b>	Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (ang. <i>European Bank for Reconstruction and Development</i> )
<b>EIOPA</b>	Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (ang. <i>European Insurance and Occupational Pensions Authority</i> )
<b>EMIR</b>	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (ang. <i>European Market Infrastructure Regulation</i> )
<b>EOG</b>	Europejski Obszar Gospodarczy (ang. <i>European Economic Area</i> )
<b>ESMA</b>	Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ang. <i>European Securities and Markets Authority</i> )
<b>ETF</b>	fundusz inwestycyjny typu ETF (ang. <i>exchange-traded fund</i> )
<b>ETP</b>	instrument finansowy będący przedmiotem obrotu giełdowego (ang. <i>exchange-traded products</i> )
<b>GMRA</b>	Globalna Umowa Ramowa dla Transakcji Repo (ang. <i>Global Master Repurchase Agreement</i> )

<b>GPW</b>	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
<b>ICO</b>	Initial Coin Offering
<b>IPO</b>	pierwsza oferta publiczna (ang. <i>Initial Public Offering</i> )
<b>IRR</b>	wewnętrzna stopa zwrotu (ang. <i>Internal Rate of Return</i> )
<b>ISIN</b>	Międzynarodowy Numer Identyfikacyjny Papierów Wartościowych (ang. <i>International Securities Identification Number</i> )
<b>KDPW</b>	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.
<b>KE</b>	Komisja Europejska
<b>KNF</b>	Komisja Nadzoru Finansowego
<b>KYC</b>	procedura poznaj swojego klienta (ang. <i>Know your customer</i> )
<b>LSEG</b>	Grupa London Stock Exchange
<b>MAR</b>	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (ang. <i>Market Abuse Regulation</i> )
<b>MiFID I</b>	Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (ang. <i>Markets in Financial Instruments Directive I</i> )
<b>MiFID II</b>	Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (ang. <i>Markets in Financial Instruments Directive II</i> )
<b>MSR</b>	Międzynarodowe Standardy Rachunkowości
<b>MŚP</b>	małe i średnie przedsiębiorstwa
<b>NBP</b>	Narodowy Bank Polski
<b>NOMAD</b>	Autoryzowany Doradca (ang. <i>Nominated Advisor</i> )
<b>OECD</b>	Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (ang. <i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i> )
<b>OTC</b>	obrót pozagiełdowy (ang. <i>over-the-counter</i> )
<b>OFE</b>	otwarty fundusz emerytalny
<b>PAIH</b>	Polska Agencja Inwestycji i Handlu
<b>PIT</b>	podatek dochodowy od osób fizycznych (ang. <i>Personal Income Tax</i> )
<b>PKB</b>	Produkt Krajowy Brutto
<b>PPK</b>	Pracownicze Plany Kapitałowe
<b>PSD2</b>	Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE (ang. <i>Payment Services Directive 2</i> )
<b>RODO</b>	Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 z dnia 27 kwietnia 2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (tzw. Rozporządzenie o Ochronie Danych Osobowych)

<b>RRRF</b>	Rada Rozwoju Rynku Finansowego
<b>SIFI</b>	instytucja finansowa o znaczeniu systemowym (ang. <i>Systemically Important Financial Institution</i> )
<b>SLA</b>	forma umowy/porozumienia w sprawie szczegółowych warunków świadczenia usług (ang. <i>Service Level Agreement</i> )
<b>SOR</b>	Strategia na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju
<b>SPW</b>	skarbowe papiery wartościowe
<b>SRRK</b>	Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego
<b>SRSS</b>	Służba ds. Wspierania Reform Strukturalnych Komisji Europejskiej (ang. <i>Structural Reform Support Service</i> )
<b>SSP</b>	Spółka Skarbu Państwa
<b>TBSP</b>	Treasury Bondspot Poland
<b>TCA</b>	analiza kosztów transakcyjnych (ang. <i>transaction cost analysis</i> )
<b>UCITS</b>	przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (ang. <i>Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities</i> )
<b>WRR</b>	wskaźnik referencyjny oparty na stawkach transakcji repo (ang. <i>Warsaw Repo Rate</i> )
<b>XBRL</b>	rozszerzalny język sprawozdawczości finansowej (ang. <i>Extensible Business Reporting Language</i> )

## Strategia rozwoju rynku kapitałowego

---

Niniejszy dokument opracowano we współpracy z Europejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju (EBOR) i wyłonionym przez EBOR zespołem zewnętrznych konsultantów. Projekt został sporządzony z wykorzystaniem środków Komisji Europejskiej w ramach Programu Wspierania Reform Strukturalnych (ang. Structural Reform Support Programme) w ramach działu Unia Rynków Kapitałowych.

Na potrzeby przygotowania dokumentu dokonano kompleksowego przeglądu literatury naukowej oraz analizy doświadczeń z najbardziej rozwiniętych światowych rynków kapitałowych. Przeprowadzono również około 50 spotkań indywidualnych z przedstawicielami stowarzyszeń branżowych i uczestnikami rynku finansowego. Ponadto, celem usprawnienia bieżącego kontaktu z interesariuszami utworzono specjalny adres e-mailowy: [strategiarrk@mf.gov.pl](mailto:strategiarrk@mf.gov.pl).

Fundamentalną częścią prac było zrealizowanie badania mającego na celu wskazanie przez uczestników rynku potencjalnych utrudnień w bieżącym ich funkcjonowaniu, a tym samym barier dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. W związku z tym przygotowano kwestionariusz, który w dniu 16 marca 2018 r. został wysłany przez Ministerstwo Finansów do członków Rady Rozwoju Rynku Finansowego. Interesariusze zostali w ankiecie poproszeni również o wskazanie potencjalnych rozwiązań sygnalizowanych przez nich problemów. Ministerstwo Finansów wysyłając kwestionariusze zaznaczyło, iż odpowiedzi należy kierować jedynie do zewnętrznych konsultantów i przedstawicieli EBOR, w celu zachęcenia adresatów do udzielania szczerych odpowiedzi i zapewnienia bezstronności analizy. Na podstawie uzyskanych zwrotnych informacji MF poprosiło EBOR o analizę i określenie 20 najważniejszych barier dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, w tym przede wszystkim tych długoterminowych. Lista tych barier została zaprezentowana i szczegółowo omówiona podczas posiedzenia Rady Rozwoju Rynku Finansowego w dniu 27 lipca 2018 r. Dodatkowo przedmiotowa lista została w tym samym dniu przekazana uczestnikom spotkania, z prośbą o uwagi i komentarze do dnia 10 sierpnia 2018 r. Uwagi te posłużyły do konstrukcji ostatecznej listy 20 najważniejszych barier i zaproponowanych kierunkowych rozwiązań. Ministerstwo oraz zewnętrzni konsultanci otrzymali od uczestników rynku finansowego około 200 stron komentarzy i uwag dotyczących poszczególnych dokumentów roboczych opublikowanych w trakcie realizacji projektu, które stanowiły istotny wkład przy tworzeniu niniejszego dokumentu.

Ocena bieżącej kondycji polskiego rynku kapitałowego, jego poszczególnych segmentów i propozycje rozwiązań problemów podnoszonych w dokumencie wynikają z analizy informacji uzyskanych od uczestników rynku kapitałowego w ramach wspomnianych spotkań i konsultacji, tym samym sprawiając, że Strategia jest przygotowana na bazie szerokiej współpracy ze wszystkimi interesariuszami.

## Wstęp

Jednym z najważniejszych gospodarczych wyzwań, przed jakimi stoją współczesne rządy jest konieczność zapewnienia krajowym przedsiębiorstwom możliwie szerokiego dostępu do finansowania ich działalności, co pozwoliłoby im pozyskiwać środki na inwestycje, zwiększyć zatrudnienie i tym samym przyczynić się do wzrostu gospodarczego. 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.

Przyjęta przez Rząd w dniu 14 lutego 2017 roku *Strategia na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju do roku 2020* (z perspektywą do 2030 r.) (SOR) za główny cel stawia sobie *tworzenie warunków dla wzrostu dochodów mieszkańców Polski przy jednoczesnym wzroście spójności w wymiarze społecznym, ekonomicznym, środowiskowym i terytorialnym*<sup>1</sup>. Według SOR realizacja tego celu wymaga, między innymi, włączenia się Polski w tzw. czwartą rewolucję przemysłową i modernizację gospodarki, wzrostu innowacyjności polskich przedsiębiorstw, wzrostu poziomu oszczędności Polaków, wzrostu produktywności pracy, trwałego zwiększenia stopy inwestycji oraz umożliwienie polskim przedsiębiorstwom sprostania globalnej konkurencji.

Ponadto, w SOR dostrzeżono decydującą rolę efektywnego rynku kapitałowego dla dostarczania kapitału dla branż innowacyjnych o wysokim poziomie produktywności, cechującym się wyższym niż branże tradycyjne poziomem ryzyka inwestycyjnego. Podkreślono również potrzebę dywersyfikacji źródeł kapitału celem ułatwienia polskim przedsiębiorcom dostępu do finansowania. W SOR podkreślono także problem wysokich kosztów transakcyjnych dla uczestników rynku oraz konkurencji ze strony dużych zagranicznych podmiotów, które dzięki efektom skali utrzymują przewagę konkurencyjną nad podmiotami lokalnymi. SOR zwraca ponadto uwagę na spadający w ostatnich kilku latach udział inwestorów indywidualnych w obrocie giełdowym, co negatywnie wpływa na płynność i stabilność rynku. Wyraźnie zauważa się, że rynek kapitałowy ma kluczowe znaczenie dla pobudzania stopy oszczędności, istotnie skorelowanej z wielkością dochodu rozporządzalnego gospodarstw domowych, którego wzrost jest głównym celem *Strategii na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju*. Jednocześnie, SOR wskazuje w tym zakresie na konieczne działania w obszarze edukacji finansowej – zarówno edukacji inwestorów indywidualnych, jak i spółek, które mogą być również zainteresowane instrumentami rynku kapitałowego dla finansowania swojej działalności.

Doświadczenie międzynarodowe i literatura naukowa pokazują, 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<sup>2</sup>. 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.

Dla emitentów, czyli spółek korzystających z finansowania na rynku kapitałowym, posiadanie statusu spółki notowanej na giełdzie ma szereg zalet – między innymi dostęp do kapitału potrzebnego na finansowanie rozwoju działalności, większą wiarygodność wśród partnerów biznesowych (wynikającą między innymi z wymogu przestrzegania zasad transparentności wobec spółek giełdowych) oraz prestiż i możliwość promocji własnej marki. Ponadto dzięki pozyskaniu środków finansowych od wielu akcjonariuszy przedsiębiorstwa mogą rozpraszać pomiędzy nich ryzyko swojej działalności<sup>3</sup>. Niemniej obecność na giełdzie pociąga za sobą również pewne koszty, w tym wynikające z opłat na rzecz instytucji pośredniczących i infrastruktury rynkowej oraz regulacyjne, które, jak wskazują przykłady najlepiej rozwiniętych rynków, powinny i mogą być racjonalizowane poprzez odpowiednie zmiany w zakresie regulacji i funkcjonowania poszczególnych struktur rynku.

Obecnie polski rynek kapitałowy jest wciąż znacznie mniej rozwinięty od wiodących rynków europejskich.

<sup>1</sup> *Strategia na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju do roku 2020 (z perspektywą do 2030 r.)*, Warszawa 2017 r., s. 49.

<sup>2</sup> Levine R., *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better*, [w:] „Journal of Financial Intermediation”, Vol. 11 Issue 4, październik 2002 r., s. 398–428.

<sup>3</sup> Kachniewski M., Majewski B., Wasilewski P., *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, Warszawa, czerwiec 2008 r.



skich. Nasz rynek udziałowych i dłużnych papierów wartościowych wciąż odgrywa relatywnie niewielką rolę w finansowaniu działalności przedsiębiorstw, przez co jest znacznie mniej płynny i efektywny. Ponadto, również poziom oszczędności Polaków znajduje się zdecydowanie poniżej średniej państw UE, zaś te istniejące nie zawsze zostają należycie alokowane i przeznaczane na inwestycje, szczególnie te długoterminowe. Ma to przełożenie na niską innowacyjność gospodarki i tym samym jej niższą pozycję konkurencyjną na arenie międzynarodowej. Na bieżącą kondycję polskiego rynku kapitałowego przekłada się również negatywny w ostatnim czasie bilans debutów i wycofań na warszawskiej giełdzie.

Fundamentalne znaczenie dla rozwoju rynku kapitałowego ma odpowiednie połączenie polityki rozwojowej z dbałością o odpowiednią ochronę inwestora (w szczególności indywidualnego), ponieważ to w dużej mierze od poczucia bezpieczeństwa wśród inwestorów zależy poziom zaufania do całego rynku. W związku z tym dążenie do rozwoju rynku z jednej strony i wzmacnianie ochrony inwestora z drugiej nie są działaniami sprzecznymi, wręcz przeciwnie, powinny być to w pełni komplementarne działania.

Biorąc powyższe pod uwagę, SOR zobowiązała ministra właściwego ds. instytucji finansowych do opracowania kompleksowej Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (SRRK). Celem prac nad tym dokumentem jest, w zamyśle SOR, *zidentyfikowanie niezbędnych zmian instytucjonalnych i regulacyjnych (uwzględniając m.in. zmiany wprowadzane przez Komisję Europejską w ramach tworzenia Unii Rynków Kapitałowych), skutkujących wzrostem znaczenia finansowania udziałowego oraz emisji instrumentów dłużnych w polskiej gospodarce*<sup>4</sup>.

Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego, w rozumieniu ustawy z dnia 6 grudnia 2006 r o zasadach prowadzenia polityki rozwoju<sup>5</sup>, jest dokumentem spójnym ze średniookresową strategią rozwoju kraju, jaką stanowi SOR. SRRK określa w szczególności: diagnozę sytuacji w odniesieniu do zakresu objętego programowaniem strategicznym, z uwzględnieniem stanu środowiska oraz różnicowań przestrzennych i terytorialnych; prognozę trendów rozwojowych w okresie objętym strategią; określenie celów rozwoju, w tym kierunków interwencji, w zakresie objętym strategią wraz z pożądanymi wskaźnikami realizacji. W związku z brzmieniem art. 13 ust 3 przywołanej ustawy, dokument SRRK przewiduje:

- **do 2020 r.** podjęcie działań zmierzających do realizacji celu poprawienia efektywności procedur administracyjnych w zakresie funkcjonowania podmiotów rynku kapitałowego,
- **do 2023 r.** podjęcie działań skutkujących realizacją pozostałych celów szczegółowych, takich jak zwiększenie skali pozyskiwania kapitału przez polskie przedsiębiorstwa, zwiększenie płynności rynku, zwiększenie efektywności instytucji pośredniczących oraz wzrost poziomu oszczędności prywatnych.

SRRK jest pierwszym szczegółowym planem rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Obejmuje ona lata 2019–2023 i jej zamiarem jest istotne podniesienie konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego.

W SRRK wskazuje się 60 działań, które powinny zostać podjęte celem przezwyciężenia wskazywanych przez podmioty rynku barier i tym samym przyczynienia się do rozwoju polskiego rynku kapitałowego.

Ze względu na istotny związek między obniżeniem kosztu pozyskania kapitału a rozwojem rynku kapitałowego i rozwojem gospodarczym, działania Rządu będą zmierzać ku stworzeniu sprawnie funkcjonującego rynku kapitałowego. Silniejszy, bardziej rozbudowany i efektywny rynek kapitałowy przyciągający zasoby kapitału z kraju i zagranicy powinien być kluczowym elementem długoterminowej polityki gospodarczej państwa.

Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego powinna być pierwszą z serii strategii rozwoju polskiego rynku kapitałowego, które w przyszłości powinny powstać i zostać przyjęte przez Rząd celem aktualizacji założeń i planowanych działań.

Niniejszy dokument składa się z pięciu rozdziałów oraz załącznika, stanowiącego zbiór najważniejszych działań, które należy podjąć celem wdrożenia SRRK. W części pierwszej zaprezentowano charakterystykę polskiego rynku kapitałowego i opis jego bieżącej kondycji. Drugi rozdział wskazuje główny cel dokumentu oraz cele pośrednie, wprowadzając również zasady, na jakich powinna opierać się ich realizacja. Natomiast trzecia i czwarta część Strategii stanowią kolejno identyfikację i opis barier dla rozwoju rynku w Polsce oraz kierunkową propozycję ich rozwiązań. W ostatnim rozdziale dokonano opisu programu wdrożenia oraz systemu raportowania i monitorowania projektu, a także przedstawiono informację na temat finansowania projektu.

<sup>4</sup> Strategia na rzecz..., op. cit., s. 130.

<sup>5</sup> Ustawa z dnia 6 grudnia 2006 r. o zasadach prowadzenia polityki rozwoju (Dz. U. z 2018 r. poz. 1307).

# Streszczenie

W 2018 roku polski rynek kapitałowy został przeklasyfikowany przez międzynarodową agencję indeksową FTSE Russell do grupy rynków rozwiniętych. Jednocześnie jednak analiza przeprowadzona w związku z pracami nad Strategią wykazała, że rynek ten ma znacznie większy potencjał rozwoju niż aktualnie osiągany. Konsultacje przeprowadzone z uczestnikami rynku finansowego wykazały, że rozwój rynku kapitałowego jest ograniczany przez szereg barier, w tym regulacyjnych, nadzorczych i wynikających ze struktury rynku.

Strategia na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju wytyczyła między innymi następujące główne płaszczyzny zaangażowania dla polityki rozwojowej państwa:

- włączenie się Polski w tzw. czwartą rewolucję przemysłową i modernizacja gospodarki,
- wzrost innowacyjności polskich przedsiębiorstw,
- wzrost poziomu oszczędności Polaków,
- wzrost produktywności pracy,
- trwałe zwiększenie stopy inwestycji,
- uwolnienie potencjału polskiej gospodarki i podniesienie jakości życia Polaków,
- wzrost zdolności polskich przedsiębiorstw do sprostania globalnej konkurencji.

Podążając za wyznaczonym przez SOR kierunkiem, celem SRRK jest przede wszystkim zapewnienie możliwie swobodnego dostępu do finansowania dla działalności i rozwoju polskich przedsiębiorstw, przyczyniając się do wzrostu polskiej gospodarki, poprzez wdrożenie szeregu strategicznych inicjatyw w sześciu obszarach wskazanych na Rys. 11.

## 1 – WDROŻENIE SRRK

Według części uczestników rynku obecnie nie ma jasności co do tego, która instytucja państwowa (MF, NBP czy KNF) jest odpowiedzialna za wytyczanie głównych kierunków rozwoju polskiego rynku kapitałowego. W związku z tym, SRRK będzie kompleksowym projektem rozwoju rynku kapitałowego kierowanym przez powołanego Pełnomocnika Ministra Finansów ds. wdrożenia SRRK w randze Sekretarza lub Podsekretarza Stanu, wyposażonego w skuteczne narzędzia, dzięki którym będzie mógł wypełniać skutecznie tę funkcję. W MF powołany zostanie również zespół specjalistów, których głównym zadaniem będzie efektywna i terminowa implementacja wskazanych w SRRK działań między innymi poprzez koordynowanie i przeprowadzenie działań adresujących problemy rynku zidentyfikowane w niniejszym dokumencie. Ministerstwo Finansów będzie również dążyć do zawarcia trójstronnego porozumienia z Komisją Nadzoru Finansowego i Narodowym Bankiem Polskim na rzecz spójnej i skutecznej implementacji rozwiązań przewidzianych w SRRK i rozwoju rynku kapitałowego. Oczekuje się, że trójstronne porozumienie przyczyni się do wzmocnienia zaufania ze strony podmiotów rynku do tworzonego prawa i wyznaczanych przez Rząd kierunków działań zmierzających do rozwoju tego rynku.

## 2 – KWESTIE NATURY OGÓLNEJ

### Zaufanie

Doświadczenie płynące z przykładu najlepiej rozwiniętych gospodarek wskazuje, że sukces rynku kapitałowego opiera się przede wszystkim na zaufaniu do funkcjonujących na nim podmiotów oraz do tworzonego prawa. Tym samym warunkiem koniecznym do rozwoju rynku kapitałowego w Polsce jest zdecydowane wzmocnienie zaufania z jednej strony społeczeństwa do podmiotów rynku kapitałowego (przede wszystkim poprzez edukację i skuteczne ramy nadzorcze), z drugiej strony interesariuszy do Rządu, banku centralnego i organu nadzoru (między innymi w zakresie przewidywalności jego działań i regulacji). W związku z powyższym, wzmocnienie zaufania do rynku jest jedną z czterech zasad horyzontalnych, których przestrzeganie będzie przyświecać realizacji poszczególnych celów i prowadzonych działań. Kluczowa będzie ponadto kwestia budowy zaufania odnośnie do rozwiązań cyfrowych, coraz istotniejszych nie tylko dla nowoczesnej gospodarki, ale również dla samych rynków kapitałowych.

### Ład korporacyjny

Przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego jest czynnikiem istotnie wpływającym na działalność spółki i postrzeganie jej przez inwestorów. Ład korporacyjny chroni prawa akcjonariuszy,

szczególnie tych indywidualnych, przyczyniając się do obniżenia kosztu pozyskiwania kapitału przez spółkę i tym samym ułatwienie dostępu do finansowania zewnętrznego<sup>6</sup>. W tym kontekście warto zaznaczyć, iż jedną z korzyści płynących z faktu posiadania statusu spółki publicznej jest możliwość korzystania z wysokiej wyceny Cena/Zysk (C/Z), a jednym z kluczowych czynników mających wpływ na wycenę spółek notowanych na giełdzie jest stopień przestrzegania standardów ładu korporacyjnego<sup>7</sup>, ponieważ zwiększa między innymi przejrzystość działań menedżerów i władz tych spółek. W związku z powyższym, należy dążyć, aby ład korporacyjny stał się trwałym elementem polskiego rynku kapitałowego.

### Oszczędności i edukacja

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<sup>8</sup>.

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.

Niewątpliwie czynnikiem, który ma istotny wpływ na skłonność do oszczędzania jest poziom edukacji finansowej społeczeństwa. W SRRK 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. Konieczna jest ponadto długoterminowa strategia, z uzgodnionym pomiędzy wszystkimi interesariuszami (w tym państwowymi, jak NBP i KNF), podziałem obowiązków oraz niezbędnym wsparciem finansowym. Wiedza z zakresu finansów powinna być na tyle powszechna, by w praktyce nie posiadali jej jedynie doświadczeni inwestorzy i osoby zamożne, ale ogół obywateli. Kompleksowy program edukacji realizowany na poziomie ogólnokrajowym powinien być również zaadresowany do osób niekorzystających z usług bankowych (nieposiadających konta w banku) – czyli grupy, która według aktualnych szacunków obejmuje 17% Polaków<sup>9</sup>.

### Zasoby ludzkie

W SRRK zidentyfikowano potrzebę zachęcenia do podjęcia działalności na polskim rynku kapitałowy większej liczby doświadczonych specjalistów z zakresu finansów i IT, szczególnie posiadających doświadczenie na międzynarodowych rynkach finansowych (w tym Polaków, którzy wyemigrowali w ostatnich latach i zdobyli doświadczenie na najlepiej rozwiniętych rynkach). Ponadto w Strategii wskazuje się, iż w związku z koniecznością terminowego wdrażania regulacji UE (bez ich niepotrzebnego zaostrożenia) do polskiego porządku prawnego w zakresie usług finansowych należy zwiększyć potencjał zasobów ludzkich w odpowiednich jednostkach organizacyjnych MF i KNF.

## 3 – PRZEWIDYWALNY NADZÓR I ZMIANY W ZAKRESIE REGULACJI

Zaufanie do rynku kapitałowego jest istotnie zależne od pewności w odniesieniu do otoczenia regulacyjnego i nadzorczego. Na podstawie komentarzy otrzymanych w ankiecie od podmiotów rynku kapitałowego, Rząd dostrzegł potrzebę zwiększenia efektywności sprawowania nadzoru nad rynkiem oraz procedowania projektów aktów prawnych w celu wzmacniania zaufania do rynku i do tworzonego prawa. Obejmuje to przede wszystkim zmiany w przepisach dotyczących bezpośrednio lub pośrednio funkcjonowania różnych segmentów rynku kapitałowego.

Ponadto, 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. Niezbędna jest również szybkość przeprowadzenia reform w celu utrzymania konkurencyjności, ponieważ konkurencyjne rynki i produkty ciągle rozwijają się w poszukiwaniu udoskonaleń i zwiększenia swojej przewagi.

<sup>6</sup> G20, OECD, Principles of Corporate Governance, 2015.

<sup>7</sup> OECD, Zasady nadzoru korporacyjnego, 2004.

<sup>8</sup> Obliczenia własne na podstawie danych UKNF.

<sup>9</sup> NBP, Postawy Polaków wobec obrotu bezgotówkowego, Warszawa, luty 2017 r.

#### **4 – ZACHĘTY PODATKOWE I ADMINISTRACJA SKARBOWA**

Istotną część dokumentu poświęcona jest zaproponowaniu rozwiązań w zakresie przepisów podatkowych mających na celu zachęcenie spółek, które wykazują potrzeby odnośnie do zdobywania finansowania i rozwoju swojej działalności, do większego korzystania z instrumentów oferowanych przez rynek kapitałowy, jak również z aktywizowania inwestorów i pośredników. Działania takie powinny 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.

#### **5 – KONKURENCYJNA STRUKTURA RYNKU**

Dokument zawiera propozycje dotyczące rozwoju infrastruktury rynku, pośrednictwa, produktów i usług, na nim oferowanych. Celem tych propozycji jest przede wszystkim zapewnienie jego uczestnikom bardziej konkurencyjnego procesu pozyskiwania kapitału z bardziej efektywnym procesem formowania cen na rynku wtórnym i wyszukiwaniem źródeł płynności, co powinno przyczynić się do stworzenia bezpieczniejszej, bardziej efektywnej infrastruktury post-transakcyjnej, która ponadto zapewniałaby wsparcie dla emitentów i ich wymogów w zakresie relacji inwestorskich. W odniesieniu do pośrednictwa na polskim rynku kapitałowym określono następujące kierunki działań:

- zwiększenie skali i głębokości rynku (tj. szersze i większe możliwości) sektora,
- podniesienie konkurencyjności, zdolności innowacyjnych i efektywności pośrednictwa na rynkach pierwotnych oraz wtórnych dla polskich i zagranicznych inwestorów korporacyjnych oraz indywidualnych,
- wzmacnianie zaufania do instytucji pośredniczących.

W powyższym zakresie proponuje się rozwiązania dotyczące udoskonalenia struktury produktów i usług na rynkach oferujących większy wybór emitentom i inwestorom. Oczekuje się, że w rezultacie rynek będzie maksymalizował płynność przy jednocześnie najniższych możliwych kosztach transakcyjnych.

#### **6 – INNOWACJE I FINANSOWANIE CZWARTEJ REWOLUCJI PRZEMYSŁOWEJ**

Według danych OECD średni poziom wydatków ponoszonych na innowacje w Unii Europejskiej wynosi 2,8% PKB, podczas gdy w Polsce kształtuje się na poziomie poniżej 0,96% PKB<sup>10</sup>. Aby móc konkurować z najlepiej rozwiniętymi gospodarkami na świecie, Polska musi stać się liderem w rozwoju technologii w celu podnoszenia wydajności i obniżania kosztów jednostkowych. Można to osiągnąć, jeżeli technologia będzie wspierana przez odpowiednio powiązane ramy prawne, podatkowe i edukacyjne ułatwiające rozwój sektora FinTech. Konieczne jest zachęcanie do działań innowacyjnych poprzez dążenie do eliminacji barier ograniczających przedsiębiorcom możliwości podejmowanie takiej działalności. Obejmuje to znaczące wykorzystanie procesów prawnych i regulacyjnych, e-administracji oraz tworzenie perspektywicznych rozwiązań FinTech.

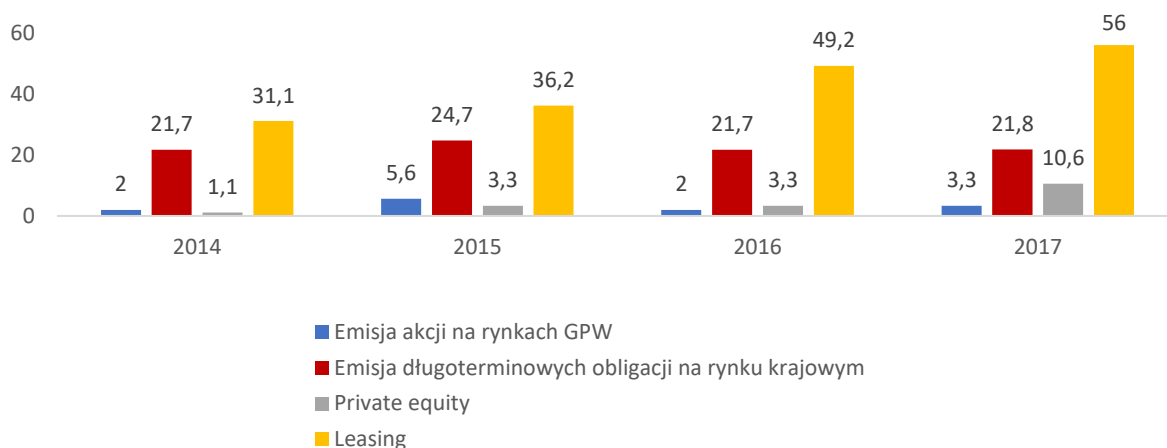
<sup>10</sup> Dane OECD za 2016 r.

# 1. Charakterystyka polskiego rynku kapitałowego

Globalna agencja indeksowa FTSE Russell we wrześniu 2018 roku przekwalifikowała Polskę z kategorii rynku rozwijającego się na rynek rozwinięty. Dzięki temu awansowi Polska znalazła się w grupie 25 najbardziej rozwiniętych gospodarek świata, takich jak Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Niemcy, czy Japonia. Polska to pierwszy kraj od niemal dekady, który awansował do grupy rynków rozwiniętych. Jest to również pierwszy przypadek zakwalifikowania do tego grona kraju z Europy Środkowo-Wschodniej. Jednocześnie osiem polskich spółek dołączyło do prestiżowego indeksu Stoxx Europe 600. Decyzja ta potwierdza, że Polska posiada strukturalnie wszystkie cechy rynków rozwiniętych, m.in. bezpieczeństwo obrotu i usług post-transakcyjnych oraz rozwiniętą infrastrukturę.

Jednocześnie jednak polskie przedsiębiorstwa w relatywnie ograniczonym stopniu wykorzystują instrumenty rynku kapitałowego w finansowaniu swojej działalności. Rysunek poniżej pokazuje, że jednym z głównych źródeł finansowania zewnętrznego polskich firm jest leasing przy dużym wzroście znaczenia w ostatnich latach finansowania poprzez fundusze typu private equity.

**Rys. 1. Wybrane zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw w latach 2014-2017 (mld zł)**



Źródło: NBP.

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. Na prowadzonych przez nią rynkach notowane są akcje i obligacje blisko tysiąca krajowych i zagranicznych emitentów. Oferta Grupy Kapitałowej GPW obejmuje również obrót instrumentami pochodnymi, strukturyzowanymi i usługę sprzedaży danych. W ramach Grupy prowadzony jest również rynek towarowy, w tym jeden z najpłynniejszych rynków energii elektrycznej w Europie.

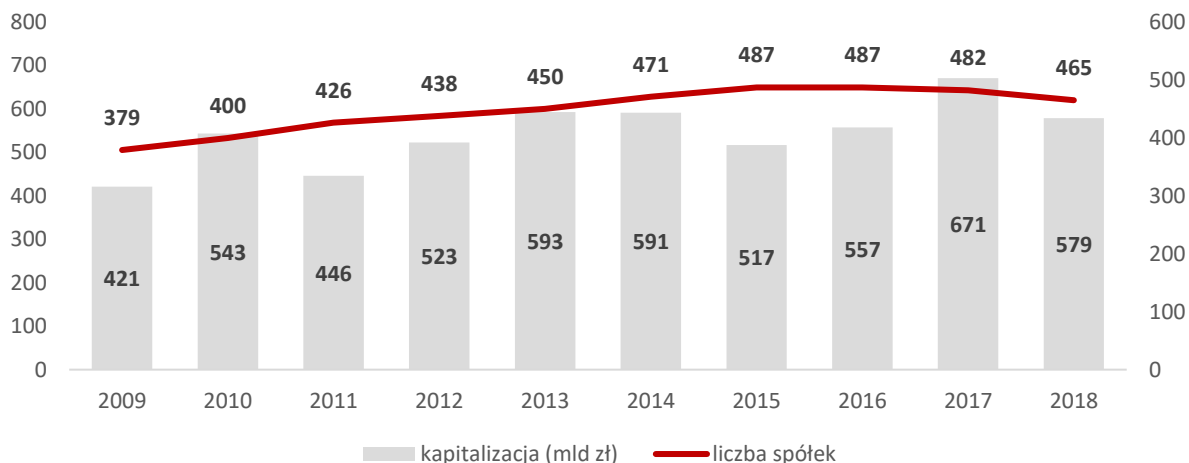
Niemniej bieżąca kondycja polskiego rynku akcji, która w pierwszej kolejności wpływa na kondycję rynku kapitałowego daje wiele sygnałów do niepokoju, uwidaczniając miejsca do koniecznej i możliwej poprawy. Mamy bowiem, jak pokazano na Rys. 2, w ostatnich dwóch latach do czynienia ze spadkiem liczby spółek notowanych na głównym rynku GPW, jak również spadkiem kapitalizacji. Niewątpliwym problemem jest również spadający udział inwestorów indywidualnych (szczególnie tych zorientowanych długookresowo) oraz inwestorów instytucjonalnych w obrotach, co negatywnie wpływa na płynność i stabilność rynku. Ponadto, ze względu na wysoki koszt pozyskiwania kapitału, rynek kapitałowy nadal nie jest miejscem konkurencyjnym w stosunku do banków dla finansowania działalności polskich przedsiębiorstw.

## Bieżące wyniki polskiej giełdy

Warszawska giełda jest pod względem kapitalizacji (579 mld zł w 2018 r.) dziesięciokrotnie mniejsza od giełdy niemieckiej, czy szwedzkiej (przy mniejszej lub zdecydowanie mniejszej liczbie notowanych spółek na tych parkietach). Wartość obrotów na Rynku Głównym od kilku lat pozostaje na podobnym poziomie (211 850 mln zł w 2018 r., 234 288 w 2010 r.), stanowiąc niespełna 3% wielkości obrotów

platformy handlu giełdowego Euronext (połączonych giełd brukselskiej, paryskiej i amsterdamskiej). Tym samym pod względem wskaźnika płynności (rozumianego jako stosunek rocznych obrotów do średniej kapitalizacji), GPW osiąga zdecydowanie niższe wartości niż europejscy liderzy. Wskaźnik ten wynosi bowiem ok. 35% dla polskiego rynku, natomiast przykładowo dla frankfurckiego parkietu 80%<sup>11</sup>.

**Rys. 2. Kapitalizacja spółek krajowych GPW vs liczba spółek**



Uwaga: Na lewej osi przedstawiono kapitalizację spółek krajowych GPW w mld zł, zaś na prawej osi liczbę spółek.

Źródło: GPW.

Największym problemem polskiego rynku akcji w ostatnim czasie jest jednak stosunkowo niska wartość ofert publicznych. Przez cały 2018 rok wartość pojedynczej oferty na polskiej giełdzie nie przekroczyła 100 mln PLN. Według najnowszego raportu PwC „IPO Watch Europe” w 2018 roku wartość nowych emisji wyniosła zaledwie 81 mln EUR<sup>12</sup>, co jest najniższym wynikiem od 2003 roku. Tak niski poziom aktywności na rynku IPO oznacza, że obecnie trudno mówić o wypełnieniu roli giełdy, do jakiej została powołana, tj. finansowania polskich przedsiębiorstw.

### Wybrane cechy charakterystyczne i wielkość segmentów polskiego rynku kapitałowego

Pewną specyfiką infrastruktury polskiego rynku kapitałowego jest funkcjonowanie i forma organizacji obrotu obligacjami korporacyjnymi i komunalnymi (emitowanych przez JST). Obrót ten odbywa się poprzez rynek Catalyst. Rynek ten działa od 2009 r. i tworzą go cztery platformy obrotu – rynek regulowany i alternatywny system obrotu prowadzone przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. oraz rynek regulowany i alternatywny system obrotu prowadzone przez BondSpot S.A.

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 znaczną 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<sup>13</sup>.

Według danych GPW na dzień 21 stycznia 2019 roku liczba emitentów instrumentów dłużnych nominowanych w PLN notowanych na rynku Catalyst wyniosła 143, z czego 105 podmiotów emitowało obligacje korporacyjne. Wartość emisji obligacji korporacyjnych i skarbowych wyniosła 672,39 mld PLN, z czego wartość emisji obligacji korporacyjnych wyniosła jedynie 42,39 mld zł. Warto zauważyć, że jedynie 14 podmiotów emitowało instrumenty dłużne denominowane w EUR, zaś wartość emisji wyniosła 17,10 mld EUR<sup>14</sup>.

<sup>11</sup> Źródło: FESE, LSEG.

<sup>12</sup> PwC, IPO Watch Europe 2018, 2019.

<sup>13</sup> NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2017 r.*, Warszawa 2018 r.

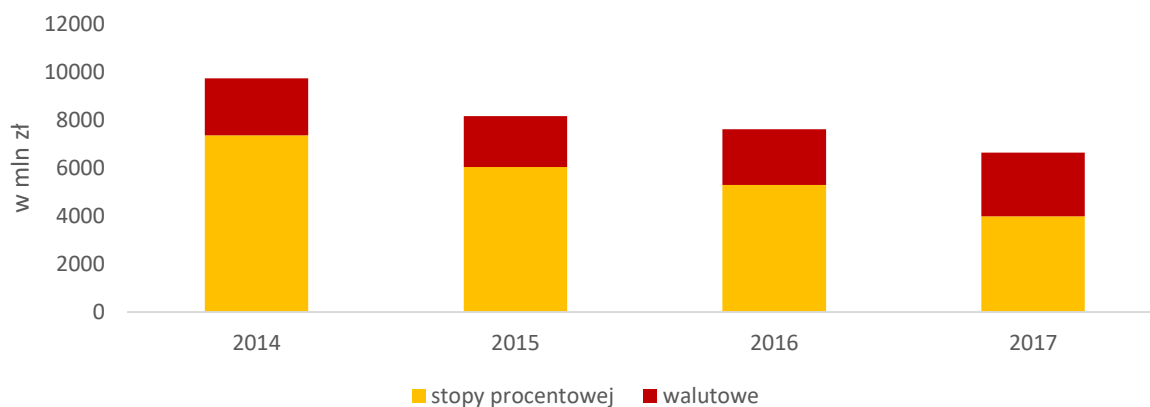
<sup>14</sup> Według danych Catalyst. Zob. <https://gpwcatalyst.pl/statystyki>.



Instrumenty pochodne w Polsce są przedmiotem obrotu na rynku giełdowym (regulowanym), jak i pozagiełdowym (ang. *over-the-counter* – OTC). Pod względem wartości obrotów i różnorodności oferowanych finansowych instrumentów pochodnych w Polsce znacznie lepiej rozwinięty jest rynek pozagiełdowy. Średnie dzienne obroty netto na rynku OTC w 2017 r. były ośmiokrotnie większe niż obroty instrumentami pochodnymi notowanymi na GPW<sup>15</sup>, co pokazano na poniższych wykresach.

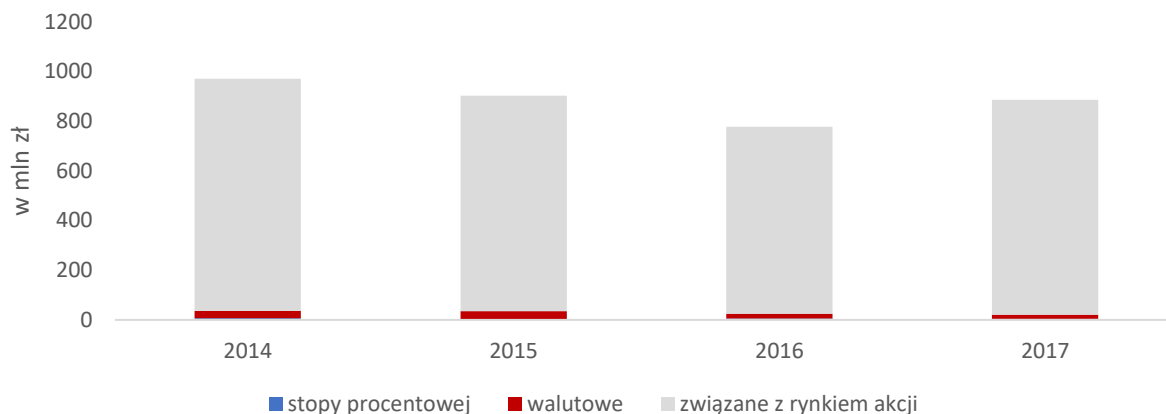
W tym kontekście warto wskazać, iż na polskim rynku funkcjonuje od 2014 r. jeden z 16 w UE, autoryzowanych na podstawie przepisów rozporządzenia EMIR, kontrahentów centralnych (CCP) – KDPW\_CCP, rozliczający giełdowe i pozagiełdowe instrumenty pochodne. Zakres usług świadczonych przez KDPW\_CCP obejmuje rozliczania instrumentów w obrocie zorganizowanym (rynek giełdowy i ASO) oraz OTC (przede wszystkim rynek międzybankowy) nominowanych w EUR oraz instrumentów dłużnych z rynku OTC denominowanych w PLN.

**Rys. 3. Średnie dzienne obroty netto pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi na rynku krajowym**



Źródło: NBP.

**Rys. 4. Średnie dzienne obroty netto giełdowymi instrumentami pochodnymi na rynku krajowym**



Źródło: GPW i NBP.

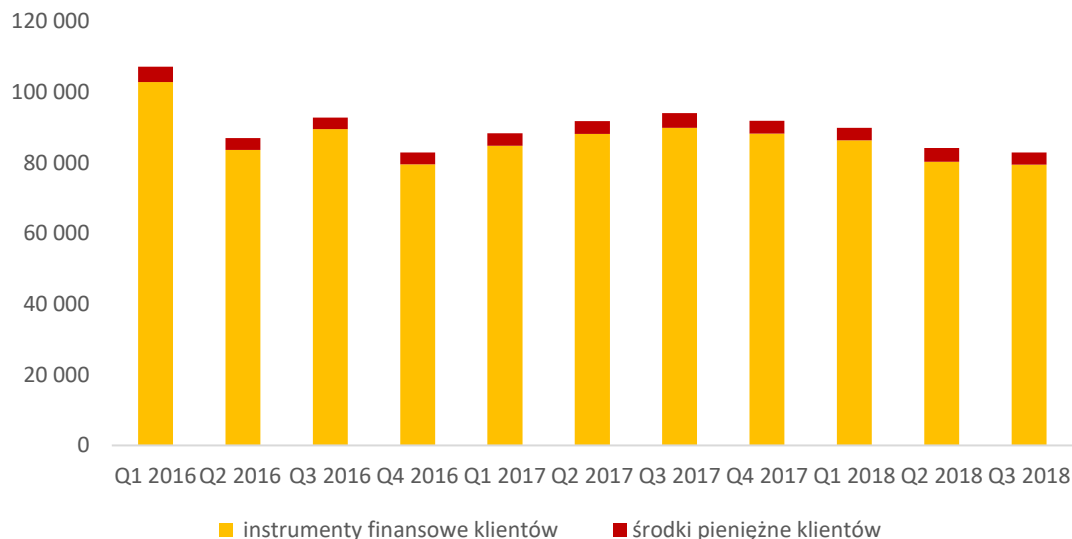
Należy również zwrócić uwagę na formę zorganizowania instytucji pośredniczących pomiędzy emitentami i inwestorami na polskim rynku. Zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 o obrocie instrumentami finansowymi w polskim porządku prawnym istnieje zasada tzw. przymusu maklerskiego przy przeprowadzaniu publicznych ofert papierów wartościowych<sup>16</sup>. Zgodnie z tą zasadą oferty publiczne muszą być przeprowadzane za pośrednictwem firm inwestycyjnych, którymi są przede wszystkim domy maklerskie i banki prowadzące działalność maklerską. Działalność maklerska może

<sup>15</sup> NBP, Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2017 r., Warszawa 2018 r.

<sup>16</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn. zm.).

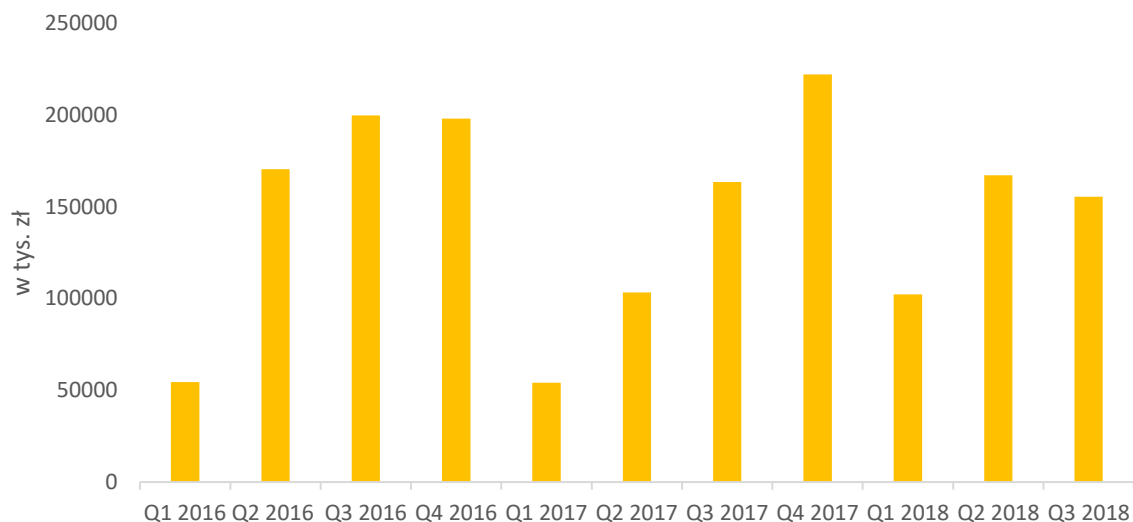
być prowadzona na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Nadzoru Finansowego na podstawie przepisów ww. ustawy.

**Rys. 5. Zagregowana wartość aktywów klientów domów maklerskich w 1 kw. 2016 – 3 kw. 2018**



Źródło: UKNF.

**Rys. 6. Wynik finansowy netto domów maklerskich w 1 kw. 2016–3 kw. 2018**



Źródło: UKNF.

Stosunkowo stabilnym segmentem polskiego rynku kapitałowego jest rynek funduszy inwestycyjnych. W Polsce podmioty te działają na podstawie ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi<sup>17</sup>. Zgodnie z ustawą fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych pozyskanych od inwestorów. Czynności w imieniu i na rzecz funduszu wykonują towarzystwa funduszy inwestycyjnych, będące jednocześnie organami funduszu. Obecnie w Polsce funkcjonuje 64 takich towarzystw<sup>18</sup>.

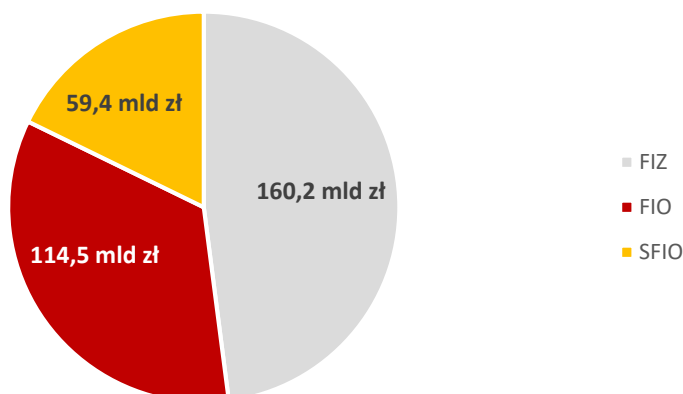
<sup>17</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. 2018 poz. 1355).

<sup>18</sup> Według danych UKNF.



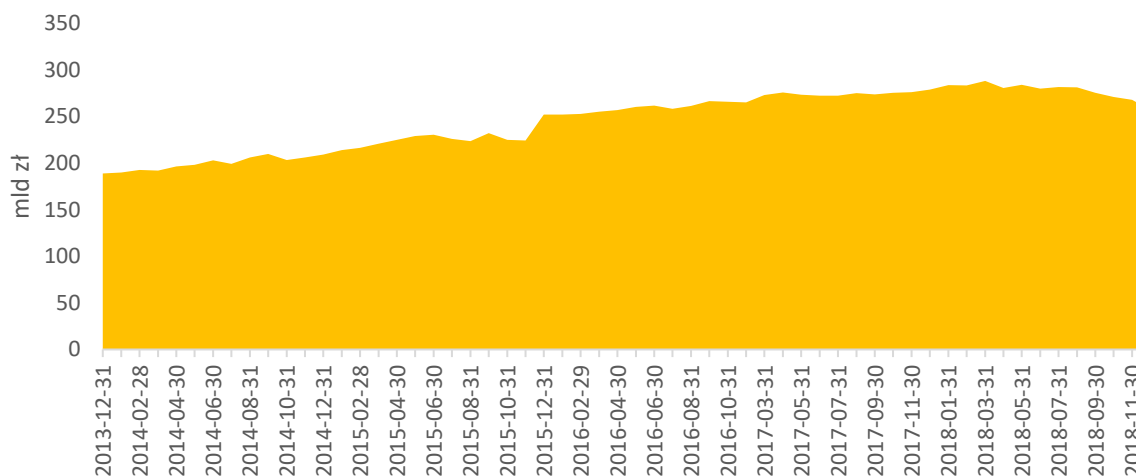
Według stanu na czerwiec 2018 r. wartość aktywów ogółem zgromadzonych przez fundusze inwestycyjne wyniosła 334,2 mld zł. Rysunek 7 przedstawia wartość zgromadzonych aktywów ogółem w podziale na poszczególne kategorie funduszy.

**Rys. 7. Wartość aktywów ogółem w podziale na fundusze wg. stanu na czerwiec 2018 r.**



Źródło: GUS.

**Rys. 8. Aktywa netto funduszy inwestycyjnych w latach 2013–2018**



Źródło: IZFIA.

Należy zauważyć, iż wartość aktywów zarządzanych przez polskie fundusze inwestycyjne znajduje się obecnie w tendencji spadkowej, wynosząc pod koniec 2018 r. 256,8 mld zł.

Niewątpliwie polski rynek kapitałowy na przestrzeni ostatnich prawie trzydziestu lat rozwinął się na tyle by zyskać istotną pozycję w Europie Środkowo-Wschodniej. Niemniej polski rynek wciąż pozostaje mniej atrakcyjny od wiodących rynków europejskich. Ponadto, z uwagi na dążenie prawodawcy unijnego do ujednoczenia funkcjonowania rynków kapitałowych UE i tym samym tendencji do uregulowania każdego ich aspektu, polski rynek kapitałowy będzie poddawany coraz większej presji regulacyjnej.

## 2. Cele i podstawowe zasady SRRK

Główną wizją niniejszego dokumentu jest bardziej rozwinięty, dynamiczny i konkurencyjny międzynarodowo rynek kapitałowy, który w istotnym stopniu wspierał będzie długoterminowy rozwój polskiej gospodarki.

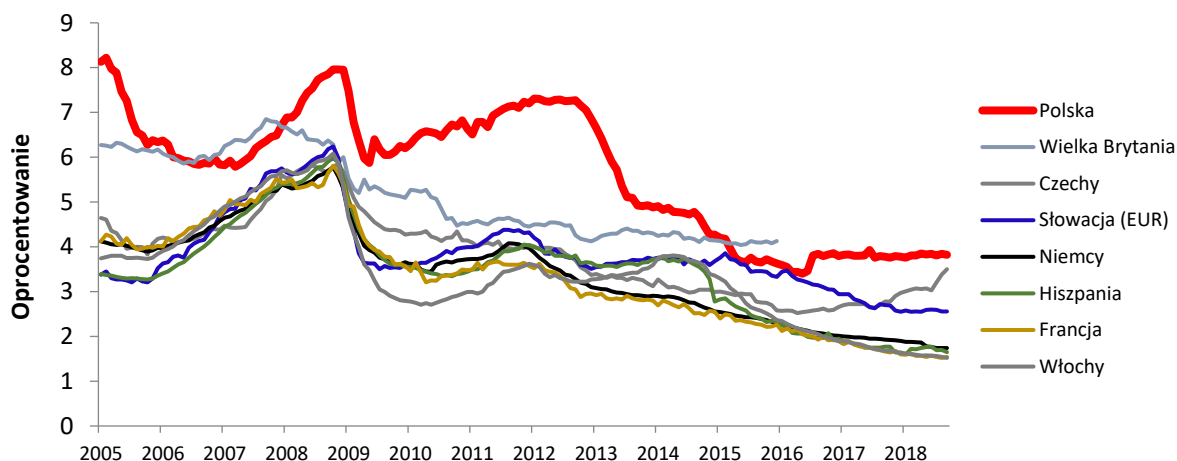
Dążąc do stworzenia takiego rynku, Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego opiera się na poniższych fundamentalnych zasadach, które powinny przyświecać jej wdrażaniu:

1. Wzmacnianie zaufania do rynku;
2. Silna ochrona inwestorów indywidualnych;
3. Stabilność otoczenia regulacyjnego i nadzorczego;
4. Wykorzystywanie konkurencyjnych nowych technologii.

### 2.1. CEL GŁÓWNY

Przyjmując za punkt odniesienia średni koszt kredytu bankowego dla przedsiębiorstw z okresem zapadalności od roku do 5 lat jako wyznacznik kosztu kapitału, na tle siedmiu innych gospodarek UE, pozyskiwanie kapitału przez przedsiębiorstwa jest w Polsce bardziej kosztowne (Rys. 9). Chociaż wysokość oprocentowania kredytu zależy od wielu czynników, przykład ten pokazuje, jak ważne jest obniżenie dodatkowych kosztów i premii za ryzyko, które uczestnicy rynku ponoszą w związku z różnymi barierami w dostępie do finansowania swojej działalności. Problem wysokiego kosztu kapitału istnieje w wielu aspektach funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego.

**Rys. 9. Koszt kredytu bankowego dla przedsiębiorstw niefinansowych (dane miesięczne, denominowane w walucie krajowej, okres między 1 a 5 lat)**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych EBC.

W związku z powyższym, głównym celem Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego jest poprawa dostępu do finansowania dla polskich przedsiębiorstw, poprzez obniżenie przeciętnego kosztu pozyskania kapitału w gospodarce krajowej. Nie jest możliwe dokładne skwantyfikowanie potencjalnego wpływu implementacji rozwiązań zaproponowanych w Strategii na poziom kosztu pozyskania kapitału między innymi z racji wielu czynników (w tym globalnej koniunktury gospodarczej) mających wpływ na ten koszt. Można jednak stwierdzić, że dywersyfikacja typów finansowania i źródeł pozyskania kapitału, zgodnie z podstawowymi mechanizmami rynkowymi, powinna w istotny sposób przyczynić się do obniżenia przeciętnego kosztu pozyskania kapitału w wyniku presji konkurencyjnej. Co istotne, jednym ze spodziewanych skutków wdrożenia Strategii jest pogłębienie rynku, polegające na umożliwieniu uzyskania finansowania podmiotom znajdującym się poza sferą zainteresowania tradycyjnego sektora bankowego. Jak wynika z obserwacji praktyki obrotu, ale również z literatury, znaczenie rynków kapitałowych uwidacznia się przede wszystkim w obszarze usług związanych z finansowaniem projektów nowator-

skich, długoterminowych i obarczonych ryzykiem zbyt wysokim z punktu widzenia procedur bankowych<sup>19</sup>. Częściowo wynika to z faktu, iż finansowanie pozabankowe jest ze swojej natury bardziej elastyczne, niż bankowe. Przede wszystkim jednak rynki kapitałowe traktują ryzyko inaczej niż banki – banki nie tylko występują jako pośrednik między deponentami i kredytobiorcami, ale również same podejmują pewną część ryzyka, podczas gdy 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<sup>20</sup>.

Przewiduje się, że osiągnięcie celu głównego strategii będzie miało istotne znaczenie z punktu widzenia wspierania przez rynek kapitałowy długoterminowego rozwoju gospodarczego Polski – poprzez poprawę dostępu do finansowania dla krajowych przedsiębiorstw, ale również ze względu na pozytywne synergie pomiędzy rozwojem sektora finansowego i wzrostem gospodarczym. Jak wynika z literatury, wraz z osiąganiem kolejnych poziomów rozwoju gospodarki krajowej, rola rynków kapitałowych wzrasta<sup>21</sup>. Znaczenie banków jest największe na wczesnym etapie rozwoju, a rynki kapitałowe stają się niezbędne dla dalszego rozwoju krajów na etapach późniejszych. W tych krajach, charakteryzujących się wysokim poziomem dojrzałości systemów instytucjonalnych, pojawia się zapotrzebowanie na szerszy zestaw narzędzi związanych ze strukturą kapitałową, niż narzędzia standardowo oferowane przez banki.

## 2.2. CELE SZCZEGÓŁOWE SRRK

Rozwinięty rynek kapitałowy, stanowiący uzupełnienie banków jako źródło finansowania, zapewnia większą dywersyfikację sposobów finansowania gospodarki i obniża koszt pozyskiwania kapitału, zwłaszcza dla małych i średnich przedsiębiorstw. Dzięki wydajnej infrastrukturze rynku kapitałowego i wydajnej sieci działających na nim instytucji pośredniczących, gospodarka zwiększa przepływ kapitału od posiadających środki finansowe do konkretnych projektów, zapewniając lepszą alokację ryzyka i kapitału jednocześnie czyniąc tę gospodarkę bardziej odporną na ewentualne wstrząsy<sup>22</sup>.

Poniżej zaprezentowano cele szczegółowe - pośrednie, których realizacja jest w pierwszej kolejności potrzebna do stworzenia rynku będącego w stanie konkurować z najlepiej rozwiniętymi rynkami Europy.

<sup>19</sup> Zob. Jacklin C., Demand deposits, trading restrictions, and risk sharing, 1987; Rajan R. G., Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt, [w:] "Journal of Finance", Vol. 47, Issue 4, wrzesień 1992, s. 1367-1400; Holmström B., Tirole, J., Financial Intermediation, Loanable Funds and the Real Sector, IDEI Working Papers 40, Institut d'Économie Industrielle (IDEI), Toulouse 1994; Dewatripont M., Maskin, M., Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies, [w:] "Review of Economic Studies", Vol. 62, No. 4, październik 1995, s. 541-555; Acemoglu, D., Zilibotti, F., Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth, [w:] "Journal of Political Economy", Vol. 105, No. 4, sierpień 1997, s. 709-751; Levine R., Financial development and economic growth: views and agenda, [w:] "Journal of Economic Literature", Vol. 35, No. 2, czerwiec 1997, s. 688-726; Boot, A., Thakor, A., Can Relationship Banking Survive Competition?, [w:] "Journal of Finance", Vol 55, Issue 2, grudzień 2002; Weinstein D. E., Yafeh, Y., On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan, [w:] "Journal of Finance", Vol. 53, Issue 2, kwiecień 1998, s. 635-672; Wenger, E., Kaserer, C., The German System of Corporate Governance – A Model Which Should Not Be Imitated, Papers 14, American Institute for Contemporary German Studies, 1997; Levine R., Bank-Based or Market-Based..., op.cit.

<sup>20</sup> Co więcej, realizacja strategii powinna pozytywnie wpłynąć również na sektor bankowy. W przypadku wielu transakcji realizowanych na rynkach kapitałowych, bezpośrednio lub pośrednio zaangażowane są również banki. Przykładowo, w przypadku emisji obligacji, banki często zarządzają tym procesem; a także w przeciwnym kierunku, w przypadku przykładowej transakcji finansowania bankowego w formie pożyczki, dzięki istnieniu dobrze rozwiniętego rynku kapitałowego, bank może odsprzedać taką pożyczkę na rynku w ramach sekurytyzacji.

<sup>21</sup> Zob. King R. G., Levine R., *Finance and growth: Schumpeter might be right*, [w:] "Quarterly Journal of Economics", Vol. 108, No. 3, sierpień 1993, s. 717-737; King R. G., Levine, R., *Finance, entrepreneurship and growth*, [w:] "Journal of Monetary Economics", Vol. 32, Issue 3, grudzień 1993, s. 513-542; Rousseau P. L., Wachtel P., *What is happening to the impact of financial deepening on economic growth?*, [w:] "Economic Inquiry", Vol 49, Issue 1, 2011, s. 276-288; Pagano M., Pica G., *Finance and employment*, [w:] "Economic Policy", Vol 27, Issue 69, s. 5-55; Allen F., Gale, D., *Corporate Governance and Competition*, Center for Financial Institutions Working Papers 99-28, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania, lipiec 1999; Arcand, J. L., Berkes, E., Panizza, U., *Too much finance?*, IMF Working Paper No. 12/161., czerwiec 2012; Cecchetti, S. and Kharroubi, E., *Reassessing the impact of finance on growth*, BIS Working Papers 381, Bank for International Settlements, czerwiec 2012; Langfield S., Pagano M., *Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth*, ECB Working Paper Series No. 1797, maj 2015; Cournède, B. and Denk, O., *Finance and economic growth in OECD and G20 countries*, OECD Economics Department Working Papers, No. 1223, OECD Publishing, Paris, czerwiec 2015.

<sup>22</sup> Zob. Nassr I.K., Wehinger, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, OECD Journal: Financial Market Trends, Vol 2015/1.

### 2.2.1. CEL 1: ZWIĘKSZENIE SKALI POZYSKIWANIA KAPITAŁU PRZEZ PRZEDSIĘBIORSTWA NA RYNKU KAPITAŁOWYM

Polska jest 23 gospodarką świata pod względem nominalnego PKB<sup>23</sup>, 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<sup>24</sup>. Mając na uwadze poziom tego wskaźnika wśród najbardziej rozwiniętych rynków Unii Europejskiej, w okresie wdrażania SRRK (tj. do końca 2023 r.) należy dążyć do wzrostu wskaźnika kapitalizacji notowanych spółek krajowych w stosunku do PKB z obecnych 35% do 50% PKB, tak aby w długim terminie (tj. do 2030 r.) osiągnąć 75% PKB<sup>25</sup>, przekraczając tym samym poziom tego wskaźnika dla średniej UE.

Oczekuje się, że znaczny przyływ kapitału na rynkach publicznych powinny zapewnić:

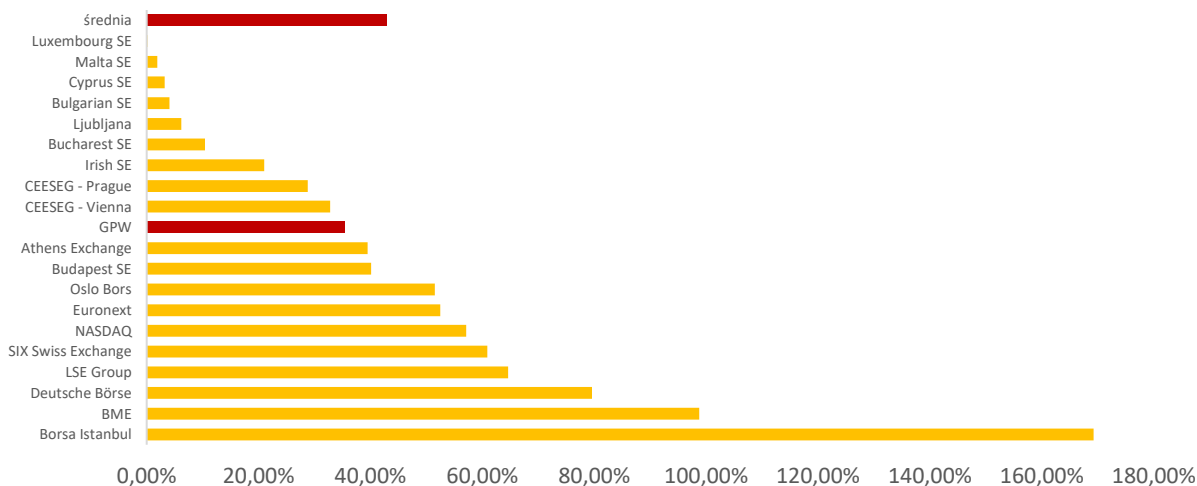
- rozwój nowych spółek FinTech i wdrażania nowych technologii,
- wprowadzenie Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK),
- pobudzenie aktywności inwestorów indywidualnych,
- rozwój nowych struktur rynkowych i dedykowanych zachęt,
- lepsze zrozumienie wśród polskiego społeczeństwa instrumentów finansowych (edukacja).

### 2.2.2. CEL 2: ZWIĘKSZENIE PŁYNNOŚCI

W związku z postępującą liberalizacją sektora giełdowego znacząco zwiększył się poziom konkurencji pomiędzy platformami obrotu instrumentami finansowymi poszczególnych państw. Spółki prowadzące rynki regulowane konkurują między sobą o pozyskiwanie nowych emitentów, inwestorów m.in. poziomem płynności. Za miarę płynności rynku przyjmuje się współczynnik płynności będący stosunkiem obrotów do średniej miesięcznej kapitalizacji rynkowej.

Jak pokazano na poniższym wykresie, w 2016 roku 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 niższy niż dla giełdy w Budapeszcie, natomiast wyższy niż giełdy w Pradze, czy w Wiedniu.

**Rys. 10. Wskaźnik płynności na giełdach w Europie w 2016 r.**



Źródło: FESE (na podstawie danych w euro), LSEG. Uwaga: Wskaźnik został obliczony jako stosunek obrotów poszczególnych giełd za 2016 r. do średniej rocznej kapitalizacji z końca każdego miesiąca.

<sup>23</sup> Według danych Banku Światowego za 2016 r.

<sup>24</sup> Według danych Światowej Federacji Giełd (World Federation of Exchanges) za luty 2017.

<sup>25</sup> Według danych NBP za lata 2013-2017. Dla porównania wskaźnik ten w 2017 roku dla strefy euro wyniósł 71%. W latach 2013-2017 wskaźnik ten w strefie euro wzrósł o 9,5 p.%, zaś w Polsce spadł o 1,7 p.%. W określeniu celu przyjęto założenie, iż tempo wzrostu gospodarczego utrzyma się minimum na obecnym poziomie.

W związku z powyższym, celem Strategii jest osiągnięcie maksymalnej płynności przy najniższym koszcie transakcji, co oznacza:

- wzrost o 100% współczynnika płynności obrotu w najważniejszych z punktu widzenia rozwoju rynku kapitałowego kategoriach aktywów (m.in. akcjach, transakcjach repo) oraz
- obniżenie kosztów transakcji (bezpośrednich i ukrytych, taryf oraz spreadów).

### 2.2.3. CEL 3: ZWIĘKSZENIE EFEKTYWNOŚCI INSTYTUCJI POŚREDNICZĄCYCH

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. Ze względu na kluczową rolę pośrednictwa w łańcuchu inwestycyjnym, w Strategii zakłada się przede wszystkim zwiększenie skali działalności polskich instytucji pośredniczących.

Praktyka rynkowa pokazuje, że wybierając danego pośrednika, uczestnik rynku często przywiązuje się do rynku, na którym działa ten pośrednik. Dlatego też niezmiernie istotne jest, aby instytucje pośredniczące były konkurencyjne, przyciągając tym samym nowych inwestorów do polskiego rynku, w tym tych zagranicznych.

W tym zakresie konieczne jest przede wszystkim podniesienie zdolności innowacyjnych i efektywności instytucji pośredniczących na rynku pierwotnym i wtórnym dla polskich i zagranicznych inwestorów przy jednoczesnym umacnianiu zaufania do rynku i tworzonego prawa dla tego sektora.

Realizacja tego celu jest w dużej mierze uzależniona od zaangażowania i gotowości rozwoju ze strony samych instytucji pośredniczących. Niewątpliwie jednak Rząd powinien wspierać te podmioty poprzez odpowiednie inicjatywy legislacyjne, umacniające zaufanie do całego rynku. Biorąc powyższe pod uwagę wspólnym celem strony rządowej, jak również polskich instytucji pośredniczących powinno być osiągnięcie 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.

### 2.2.4. CEL 4: 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 i ich sprzedaż gospodarstwom domowym. W związku z tym, zarówno instytucje finansowe, jak i rynek kapitałowy odgrywają kluczową rolę stymulatora przepływu oszczędności gospodarstw domowych do przedsiębiorstw, które chcą zaciągnąć pożyczki potrzebne do sfinansowania wydatków na nowe dobra kapitałowe. Ze względu na tę zależność, wyższy poziom oszczędności prywatnych powinien przełożyć się na wyższe inwestycje prywatne<sup>26</sup>.

W związku z tym, celem Strategii jest zwiększenie udziału oszczędności w gospodarce, aby:

- do 2025 roku poziom stopy oszczędności gospodarstw domowych brutto wzrósł do ok. 8 % dochodu brutto do dyspozycji (z poziomu 2,60%)<sup>27</sup> osiągając stopę oszczędności prywatnych obserwowaną w państwach takich jak Finlandia, czy Dania;
- do 2030 roku dorównać poziomowi stopy oszczędności średniej państw Unii Europejskiej, tj. ok. 11%<sup>28,29</sup>.

<sup>26</sup> Tesar L., *Savings, investment and international capital flows*, [w:] *Journal of International Economics*, Vol. 31 Issues 1-2, sierpień 1991, str. 55–78.

<sup>27</sup> Według najnowszych dostępnych danych porównawczych Eurostatu. Jest to średnia stopa oszczędności brutto z lat 2012-2016. Stopa oszczędności brutto gospodarstw domowych jest przez Eurostat definiowana jako całkowite oszczędności brutto podzielone przez całkowity dochód rozporządzalny, uwzględniający zmiany w kapitale gospodarstw domowych zgromadzonym na rachunkach emerytalnych. Oszczędności brutto z kolei są definiowane jako część dochodu do dyspozycji brutto, które nie są przeznaczane na wydatki konsumpcyjne.

<sup>28</sup> Średnia stopa oszczędności w latach 2012-2016 według danych Eurostatu.

<sup>29</sup> Biorąc pod uwagę dane GPW za I kw. 2018 r. odnośnie do struktury oszczędności Polaków, wskazujących, że 62% oszczędności stanowią depozyty bankowe, obligacje to jedynie 2% oszczędności, akcje 4%, a fundusze

Jako punkt odniesienia do realizacji powyższego celu przyjmuje się średnią stopę oszczędności w państwach UE, gdyż w państwach tych mamy do czynienia przede wszystkim z podobną do polskiej strukturą demograficzną społeczeństwa<sup>30</sup>. Warto zaznaczyć, iż na samą stopę oszczędności wpływ ma wiele czynników, takich jak: wzrost gospodarczy, system emerytalny, system podatkowy, otoczenie prawne, struktura demograficzna społeczeństwa oraz uwarunkowania kulturowe i historyczne<sup>31</sup>. Ponadto, nie bez znaczenia na kształtowanie się poziomu i struktury oszczędności pozostaje reżim prawny, który we wszystkich państwach członkowskich UE jest ujednolicony, zaś przyszłe regulacje unijne w porównywalnym stopniu będą oddziaływały na kształt regulacji państw członkowskich. Ponadto, polski rynek finansowy jest częścią europejskiego jednolitego rynku, tym samym jest silnie powiązany z systemami oraz rynkami finansowymi innych państw członkowskich. W realizacji tego celu niezbędne będzie rozważenie dokonania stosownych zmian w przepisach podatkowych. Ponadto intencją niniejszego dokumentu jest w tym punkcie również zwiększenie liczby osób oszczędzających w IKE i IKZE za pośrednictwem nowych cyfrowych kanałów finansowych.

### 2.2.5. CEL 5: BARDZIEJ EFEKTYWNE PROCEDURY ADMINISTRACYJNE

Istotnym czynnikiem wpływającym na kondycję rynku kapitałowego jest jego otoczenie prawno-administracyjne. Niewątpliwie wszelkie zmiany o charakterze prawnym i administracyjnym powinny być punktem wyjścia do dokonania wszelkiego innego typu zmian na rynku, zmierzających do jego rozwoju. Niniejszy cel zakłada osiągnięcie bardziej efektywnych pod względem kosztów i czasu procedur administracyjnych (w tym przede wszystkim krótsze procesy dla zatwierdzania prospektów emisyjnych oraz zwiększenie przejrzystości i spójności wydawanych decyzji).

Większą efektywność procedur administracyjnych dla podmiotów rynku kapitałowego powinny zapewnić działania takie jak:

- przegląd przepisów prawa odnoszących się do podmiotów rynku kapitałowego, stanowiącym tym samym przyczynek do ograniczenia tzw. inflacji przepisów dotyczących tego rynku,
- większe zaangażowanie podmiotów rynku w proces tworzenia aktów prawnych (w tym unijnych) na możliwie wczesnym etapie,
- wzmocniony dialog pomiędzy regulatorem, rynkiem i nadzorcą na temat bieżących zmian w prawie, szczególnie tych wynikających z prawa UE,
- zwiększenie spójności i przejrzystości w zakresie wydawanych decyzji i wytycznych,
- skrócenie procesów w obszarach zatwierdzania dokumentacji, wydawania licencji na działalność na polskich rynkach,
- wyeliminowanie opóźnień w rejestracji papierów wartościowych przez sądy po przeprowadzonej emisji akcji,
- w miarę możliwości zapewnienie oficjalnej i jednolitej wersji krajowych regulacji dotyczących rynku kapitałowego również w języku angielskim.

---

Inwestycyjne 11%, w SRRK zakłada się podniesienie poziomu oszczędności Polaków w trzech ostatnich formach inwestowania.

<sup>30</sup> Zgodnie z danymi Eurostatu za 2017 r. oraz długoterminowymi prognozami na 2050 r.

<sup>31</sup> Smith R., *Factors affecting saving, policy tools, and tax reform: a review*, International Monetary Fund Staff Papers, Vol. 37, No. 1, marzec 1990, s. 1-70; Shoham A., Malul M., *The role of cultural attributes in savings rates*, [w:] „Cross Cultural Management: An International Journal”, Vol. 19, Issue 3, 2012; Jordan S., Treisch C., *The perception of tax concessions in retirement savings decisions*, [w:] „Qualitative Research in Financial Markets”, Vol. 2, Issue 3, 2010.



### 3. Diagnoza - aktualne bariery na polskim rynku kapitałowym

W ramach prac nad Strategią Ministerstwo Finansów w dniu 16 marca 2018 r. wysłało do członków Rady Rozwoju Rynku Finansowego opracowane przez zewnętrznych konsultantów kwestionariusze, których celem było wskazanie przez uczestników polskiego rynku finansowego potencjalnych trudności w bieżącym ich funkcjonowaniu, a tym samym barier dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. Interesariusze zostali w ankiecie poproszeni również o wskazanie potencjalnych rozwiązań podniesionych przez nich problemów. Ministerstwo Finansów wysyłając kwestionariusze zaznaczyło, iż odpowiedzi należy kierować jedynie do zewnętrznych konsultantów i przedstawicieli EBOR, w celu zachęcenia adresatów do udzielania szczerych odpowiedzi i zapewnienia bezstronności analizy.

MF zwróciło się następnie z prośbą do EBOR o analizę i określenie 20 najważniejszych barier dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, w tym przede wszystkim tych długoterminowych. Lista tych barier została zaprezentowana i szczegółowo omówiona podczas posiedzenia Rady Rozwoju Rynku Finansowego w dniu 27 lipca 2018 r. Dodatkowo przedmiotowa lista została w tym samym dniu przekazana uczestnikom spotkania, z prośbą o uwagi i komentarze do dnia 10 sierpnia 2018 r. Uwagi te posłużyły do konstrukcji ostatecznej listy 20 najważniejszych barier i zaproponowanych kierunkowych rozwiązań.

Lista ta prezentuje się następująco:

#### **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).

#### **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 ogólnoeuropejskim lub globalnym.
10. Brak ram prawnych, operacyjnych i nadzorczych w odniesieniu do niektórych istotnych produktów i usług:
  - udzielania i zaciągania pożyczek papierów wartościowych (ang. *Securities Lending and Borrowing*, SLB),
  - funduszy ETF i instrumentów typu ETP.
11. Przeszarżałe technologie lub brak technologii w kluczowych segmentach rynku, w tym niewystarczające inwestycje w rozwiązania FinTech.
12. Kosztowna infrastruktura rynku oraz pośrednicy oferujący nieodpowiadające współczesnym wymaganiom produkty/usługi.
13. Niewystarczająca aktywność podmiotów rynku kapitałowego w zakresie działań lobbingowych w Unii Europejskiej.

### **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,
  - niewystarczające ramy regulacyjne dotyczące ochrony praw uczestników rynku,
  - brak wdrożenia standardu wyceny obligacji według wartości rynkowej,
  - braki w infrastrukturze post-transakcyjnej w celu zapewnienia większego bezpieczeństwa rynku.

### **BARIERY PODATKOWE**

18. Brak wystarczających zachęt podatkowych dla emitentów, inwestorów i pośredników.
19. Bariery w zakresie struktury podatkowej i bariery administracyjne, które zniechęcają do wejścia na rynek kapitałowy.
20. Niska popularność programów akcjonariatu pracowniczego.



## 4. Planowane działania

W niniejszym rozdziale przedstawiono propozycje działań, które stanowią odpowiedź na zaprezentowane w poprzedniej części bariery. Poszczególne rozwiązania zostały omówione zgodnie z przedstawionymi na poniższym schemacie blokami tematycznymi.

Rys. 11. Struktura wdrażania SRRK



Źródło: Opracowanie własne

### 4.1. OBSZAR 1: ZARZĄDZANIE PROJEKTEM SRRK

#### 4.1.1. POWOŁANIE PEŁNOMOCNIKA MINISTRA FINANSÓW DS. WDROŻENIA SRRK

Rząd będzie podejmował działania mające na celu rozwój polskiego rynku kapitałowego, dążąc aby rynek ten stał się istotnym wsparciem dla polskiej gospodarki w zakresie jej długoterminowego rozwoju oraz osiągnięcia konkurencyjnej pozycji na arenie międzynarodowej. Jednym z najważniejszych czynników powodzenia SRRK jest powierzenie bezpośredniego nadzoru nad implementacją Strategii Pełnomocnikowi Ministra Finansów, któremu podlegał będzie zespół ds. zarządzania projektem. Oczekuje się, iż bezpośredni nadzór Pełnomocnika nad działaniami postulowanymi w niniejszym dokumencie przyczyni się do ich terminowej i rzetelnej realizacji.

#### 4.1.2. USTANOWIENIE I FUNKCJONOWANIE ZESPOŁU DS. ZARZĄDZANIA PROJEKTEM ORAZ POWOŁANIE TEMATYCZNYCH GRUP ROBOCZYCH PRZY RRRF

##### 4.1.2.1. Wdrożenie

Proces wdrażania SRRK formalnie rozpocznie się w momencie przyjęcia niniejszego dokumentu uchwałą Rady Ministrów, niemniej od początku prac nad Strategią przez Ministerstwo Finansów podejmowane były działania zmierzające do uporządkowania otoczenia regulacyjnego, w celu usprawnienia dokonania przewidzianych w niniejszym dokumencie zmian.

Co istotne, do tej pory, w związku z brakiem obowiązywania formalnej strategii rozwoju rynku kapitałowego w polityce gospodarczej państwa nie istniało spójne podejście do zarządzania rozwojem rynku kapitałowego. Wiele strategicznych kwestii omawiano na forum Rady Rozwoju Rynku Finansowego<sup>32</sup>, w związku z czym również obecnie wydaje się uzasadnione utrzymanie tej formy dialogu z rynkiem, m.in. poprzez kontynuowanie regularnych posiedzeń Rady poświęconych poszczególnym obszarom tematycznym omawianym w SRRK.

<sup>32</sup> Rada Rozwoju Rynku Finansowego została powołana Zarządzeniem nr 25 Ministra Finansów z dnia 14 września 2006 r. w sprawie utworzenia Rady Rozwoju Rynku Finansowego.

Ponadto w związku z rosnącą liczbą regulacji unijnych, niezbędne staje się skoordynowanie działań i współpraca pomiędzy poszczególnymi interesariuszami w celu usprawnienia procesów regulacyjnych i nadzorczych polskiego rynku kapitałowego. Koniecznym jest stworzenie przez podmioty reprezentujące poszczególne segmenty rynku, przy wsparciu organizacyjnym Rządu, przedstawicielstwa – biura lobbującego w Brukseli. Biuro w Brukseli powinno skupiać swoje wysiłki na oddziaływaniu na projektowane przez m.in. Komisję Europejską, Parlament Europejski i Radę Unii Europejskiej, czy europejskie organy nadzoru (ESMA, EBA i EIOPA) przepisy, decyzje, wytyczne, etc.

W celu sprawnego przeprowadzenia fazy implementacji Pełnomocnik Ministra Finansów ds. wdrożenia SRRK:

- zapewni skuteczną komunikację dotyczącą działań SRRK w ramach Rządu,
- publicznie zaprezentuje rozwiązania przewidziane przez SRRK, jej cele, główne założenia, jak również harmonogram działań,
- zapewni rekrutację doświadczonego zespołu projektowego.

#### 4.1.2.2. Zespół ds. zarządzania projektem SRRK

Zespół ds. zarządzania projektem zostanie utworzony w ramach struktury Ministerstwa Finansów, wpisując się w przedstawiony poniżej schemat organizacyjny projektu SRRK. Działania podejmowane przez zespół powinny być poddawane corocznemu przeglądowi w celu uwzględnienia potrzeb w zakresie celów na następny rok.

Główne zadania zespołu ds. zarządzania projektem SRRK:

- wsparcie merytoryczne i organizacyjne Pełnomocnika Ministra Finansów ds. wdrożenia SRRK w bieżącym nadzorze nad realizacją działań przewidzianych w Strategii,
- ustanawianie i koordynowanie zadań w ramach prac tematycznych grup roboczych,
- monitorowanie terminowości i kompletności wdrożenia SRRK,
- usuwanie zidentyfikowanych barier poprzez projektowanie i wdrażanie rozwiązań, popartych wcześniejszą analizą i konsultacjami z interesariuszami,
- przygotowanie dla Pełnomocnika Ministra Finansów, celem prezentacji przez niego na forum RRRF, kwartalnego raportu o postępach w implementacji Strategii i dalszych planowanych działaniach.

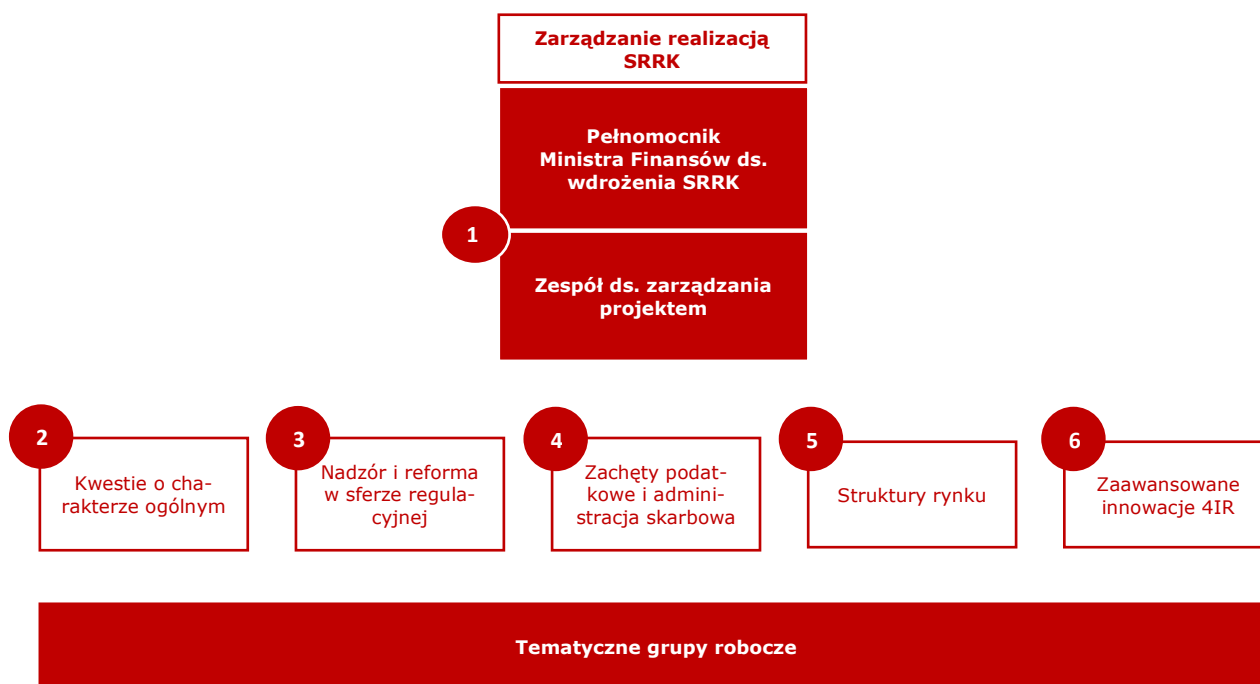
#### 4.1.2.3. Tematyczne grupy robocze przy RRRF

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.

Podczas spotkań grup roboczych zapraszane będą, w miarę możliwości, osoby posiadające doświadczenie w największych międzynarodowych instytucjach finansowych, konsultingowych, czy informacyjnych w celu wykorzystania ich „świeżego” spojrzenia na polski rynek.

**Rys. 12. Organizacja projektu wdrożenia SRRK**

Źródło: Opracowanie własne

#### 4.1.3. KOORDYNACJA DZIAŁAŃ POMIĘDZY MF, NBP I KNF

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 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<sup>33</sup>.

##### DZIAŁANIA – ZARZĄDZANIE SRRK

1. Ustanowienie Pełnomocnika Ministra Finansów 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 przewidzianych w SRRK.
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.

<sup>33</sup> Przykładowo trójstronne porozumienie może wzorować się na dokumentach przyjętych w wielu krajach, w tym w Wielkiej Brytanii.

- 
7. Utworzenie przez uczestników rynku, przy wsparciu organizacyjnym Rządu, biura w Brukseli zajmującego się lobbowaniem w kluczowych instytucjach unijnych.

## 4.2. OBSZAR 2: KWESTIE NATURY OGÓLNEJ

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.

### 4.2.1. WZMACNIANIE ZAUFANIA

Wzmacnianie zaufania do rynku jest jedną z podstawowych zasad, jakimi kieruje się niniejszy dokument. Jest to kluczowe zadanie dla wszystkich interesariuszy, tj. Rządu, banku centralnego, organów nadzoru, pośredników, emitentów i innych, które ponadto powinno opierać się na wykorzystywaniu nowoczesnych technologii, gwarantujących jednocześnie bezpieczeństwo danych, konkurencyjność cenową oraz szybkość i przejrzystość procesów. Warunkiem koniecznym do rozwoju rynku kapitałowego w Polsce jest zdecydowane wzmocnienie zaufania z jednej strony społeczeństwa do podmiotów rynku kapitałowego (przede wszystkim poprzez edukację i skuteczne ramy nadzorcze), z drugiej strony interesariuszy do organów państwowych (między innymi w zakresie przewidywalności ich działań i regulacji).

Rynek kapitałowy jest skomplikowanym otoczeniem, na którym fundamentalnym czynnikiem decydującym o podejmowanych działaniach jest obiektywne doradztwo ze strony pośredników rynkowych. Jednocześnie ryzyko zawsze pozostaje po stronie inwestora lub emitenta. Aby zapewnić równowagę pomiędzy ponoszonym ryzykiem i osiąganym zwrotem z inwestycji oraz odpowiednią jakością rekomendacji uzyskanych od pośredników, ryzyko i korzyści powinny być rozłożone w sposób przejrzysty i efektywny, a część tego ryzyka powinni ponosić doradcy. Ponadto, dla rozwoju krajowego rynku kapitałowego konieczna jest minimalizacja nadużyć nie poprzez zmniejszanie skali działalności i inwestycji, ale przez odpowiednie egzekwowanie przepisów i stosowanie regulacyjnych środków odstraszających.

SRRK ma na celu zapewnienie wysokiej ochrony wszystkim interesariuszom, a w szczególności inwestorom indywidualnym tak, aby przepisy prawa i środki egzekucji tworzyły stabilne środowisko prawne, pozwalające na efektywną alokację kapitału i uzyskanie należytych korzyści przez podmioty podejmujące ryzyko. Jednocześnie celem powinna być ochrona inwestorów bez konieczności ponoszenia przez nich nadmiernych opłat na rzecz pośredników i doradców. W tym zakresie, SRRK musi również ograniczyć możliwość podejmowania błędnych decyzji inwestorów wskutek nieobiektywnego doradztwa, promującego oferujące krótkoterminowe zyski dla doradców produkty charakteryzujące się wysokimi opłatami lub będące niedostosowanymi do profilu i celów inwestycyjnych klienta.

W pozostałych sekcjach SRRK przedstawia szereg propozycji, które mają na celu promowanie zaufania na rynkach.

#### DZIAŁANIA - ZAUFANIE

---

1. Dbanie o stabilność i przewidywalność regulacji.
2. Zwiększenie odpowiedzialności pośredników w zakresie rekomendowanych inwestycji przez skuteczne środki egzekwowania prawa.

### 4.2.2. WZMACNIANIE I PRZESTRZEGANIE STANDARDÓW ŁADU KORPORACYJNEGO

Jedną z korzyści płynących z posiadania statusu spółki publicznej jest możliwość korzystania przez emitenta z potencjalnie korzystnej wyceny, co w praktyce nie jest dostępne dla spółek wybierających inne, niepubliczne formy finansowania. Wskaźnik C/Z wyraża kwotę, którą dany inwestor jest skłonny

zapłacić za jeden złoty zysku spółki. Jest to prosty i często wykorzystywany miernik wskazujący na zaufanie inwestorów do spółki.

Bezpośredni wpływ na wycenę spółek może mieć ład korporacyjny oraz obowiązujące na rynku standardy, gdyż inwestorzy przykładają większą wagę do dobrze zarządzanych firm, szczególnie w gospodarkach, które charakteryzują się niższym poziomem ładu korporacyjnego. Jednym z najważniejszych wyznaczników poziomu ładu korporacyjnego jest poszanowanie praw akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach publicznych. OECD stwierdza, że ład korporacyjny *zapewnia strukturę, w ramach której wyznaczane są cele spółki oraz określone są środki ich osiągnięcia i monitorowania wyników*<sup>34</sup>.

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.

W związku z powyższym powinno dążyć się do stworzenia warunków umożliwiających rozwój ładu korporacyjnego na polskim rynku.

### Dodatkowe uprawnienia dla GPW

Obecnie obowiązujące wymogi wobec spółek w zakresie ładu korporacyjnego wynikają z ustawy o ofercie publicznej<sup>35</sup>, implementującej przepisy tzw. dyrektywy Transparency<sup>36</sup>, która nakłada na emitentów obowiązek publikowania wraz z rocznym sprawozdaniem finansowym oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego. Oświadczenie takie powinno określać, któremu kodeksowi ładu korporacyjnego podlega dany emitent lub który zbiór zasad stosuje. Ponadto, oświadczenie to powinno zawierać wszelkie istotne informacje o stosowanych praktykach ładu korporacyjnego wykraczających poza wymogi prawa krajowego. W przypadku kiedy emitent nie stosuje się do konkretnego dla niego zbioru zasad, powinien dodać wyjaśnienie wraz z uzasadnieniem, od których części kodeksu odbiega. W przypadku naruszenia przez emitenta obowiązku publikacji oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego, KNF może nałożyć na emitenta karę pieniężną lub wykluczyć go z obrotu. Jest to jednak sankcja za brak publikacji, nie zaś za nieprzestrzeganie zbioru zasad, co jest kwestią kluczową.

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

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

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

<sup>34</sup> OECD, Principles of Corporate Governance, 1999.

<sup>35</sup> Szczegółowe regulacje w tym zakresie zawarte są w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz. U. poz. 757)

<sup>36</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE (Dz. Urz. UE L 294, str. 13).

Ponadto, ponieważ Skarb Państwa kontroluje bezpośrednio i pośrednio ponad 70% akcji WIG 20 zasadne jest, żeby Rząd był prekursorem stosowania zasad ładu korporacyjnego w odniesieniu do polskiego rynku kapitałowego. W związku z tym proponuje się działania w następującym zakresie:

1. Rząd powinien wspierać istotne dla rynku strategie biznesowe i strategie ładu korporacyjnego dla każdej spółki, w której posiada znaczący pakiet akcji. Od zarządu każdej SSP należy wymagać przyjęcia strategii utrzymywania wskaźnika C/Z co najmniej na poziomie porównywalnych spółek w Unii Europejskiej, jednocześnie traktując cenę akcji jako jeden ze wskaźników KPI dla zarządów spółek.
2. 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.

#### **DZIAŁANIA - ŁAD KORPORACYJNY**

1. Dodatkowe uprawnienia dla GPW w zakresie wymagania przestrzegania przez spółki publiczne standardów ładu korporacyjnego.
2. Dążenie przez notowane na giełdzie spółki Skarbu Państwa do osiągnięcia co najmniej podobnego poziomu wskaźników C/Z do spółek porównywalnych (ang. *peer*) z Unii Europejskiej.
3. Przyjęcie przez Rząd zasad ładu korporacyjnego dla notowanych na giełdzie spółek Skarbu Państwa.

#### **4.2.3. OSZCZĘDNOŚCI, INTEGRACJA I EDUKACJA W ZAKRESIE RYNKU FINANSOWEGO**

W Strategii zakłada się zwiększenie udziału oszczędności w gospodarce, aby do 2025 roku poziom stopy oszczędności gospodarstw domowych brutto wzrósł z poziomu 2,60% do ok. 8% dochodu brutto do dyspozycji osiągając stopę oszczędności prywatnych obserwowaną w państwach takich jak Finlandia, czy Dania, a także, aby do 2030 roku dorównać poziomowi stopy oszczędności średniej państw Unii Europejskiej, tj. ok. 11%.

Kluczowe znaczenie w tym zakresie odgrywać będą integracja finansowa oraz edukacja polskiego społeczeństwa w zakresie funkcjonowania rynku finansowego.

##### **4.2.3.1. Oszczędności**

W latach 2012–2016 średnia stopa oszczędności brutto gospodarstw domowych wyniosła 2,60%, czyli znacznie poniżej średniej w państwach UE<sup>37</sup>.

Między innymi następujące bariery w połączeniu z negatywnymi wzorcami zachowań stanowią przeszkodę w rozwoju kultury oszczędności w Polsce:

1. Niski poziom wiedzy z zakresu funkcjonowania rynku finansowego, co należy wytłumaczyć między innymi tym, że w Polsce rynek kapitałowy istnieje od niespełna 30 lat,
2. Zmiany w krajowym systemie emerytalnym na przestrzeni ostatnich lat,
3. Niskie długoterminowe stopy procentowe,
4. Ujemne wyniki finansowe netto kluczowych produktów indeksowych, wysokie koszty pośrednictwa oraz koszty wcześniejszego wykupu poważnie ograniczają poziom oszczędności długoterminowych,

<sup>37</sup> Według danych Eurostatu za lata 2012–2016 r. Średnia stopa oszczędności brutto gospodarstw domowych w Unii Europejskiej w analogicznym okresie wyniosła 11%. Z kolei w 2016 roku stopa oszczędności brutto gospodarstw domowych w Polsce wyniosła 4,36%. Dla porównania w 2016 roku najwyższą stopą oszczędności gospodarstw domowych brutto charakteryzowała się Szwajcaria, osiągając poziom 22,85% (według prognoz). Równie wysoki poziom oszczędności osiągnęły gospodarstwa domowe z Luksemburga, których poziom oszczędności wyniósł 19,44%. Wysoki poziom oszczędności cechuje również gospodarstwa domowe z Niemiec i Francji, które charakteryzowały się stopą oszczędności odpowiednio na poziomie 17,17% i 13,57% (według prognoz). Z kolei, państwa z regionu Europy Środkowo-Wschodniej, takie jak Czechy i Słowacja osiągnęły odpowiednio 11,60 proc oraz 8,71%. W tym samym roku najniższą stopę oszczędności osiągnęły Litwa 0,16% oraz Cypr -3,15%.



5. Nieufność wobec instytucji finansowych w związku z odnotowanymi przypadkami *mis-sellingu*,
6. Duża skłonność Polaków do konsumpcji.

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 oszczędzania poprzez obniżenie stawki podatku od zysków kapitałowych dla inwestycji długookresowych,
4. w przypadku PPK zadbać o kontrolę nad opłatami transakcyjnymi<sup>38</sup>, przy wykorzystaniu jasnych i publicznie dostępnych wytycznych opublikowanych przez KNF,
5. 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.

## DZIAŁANIA - OSZCZĘDNOŚCI

1. Wzmoczenie działań w zakresie edukacji na temat rynku finansowego - zarówno nieprofesjonalnych inwestorów jak i potencjalnych emitentów - między innymi poprzez stworzenie Strategii Edukacji Finansowej.
2. Wdrożenie programów mających na celu przyciągnięcie na polski rynek finansowy oszczędności Polaków żyjących poza granicami Polski.
3. Reformy podatkowe zachęcające do długoterminowego oszczędzania.
4. Rozważenie wprowadzenia wybranych nowych modeli produktów oszczędnościowych z bardzo prostą funkcjonalnością.

### 4.2.3.2. Integracja finansowa

Integrację finansową w literaturze określa się przede wszystkim jako stan, w którym poszczególne segmenty regionalnego i międzynarodowego rynku finansowego są ze sobą połączone. Zwraca się również uwagę, iż zintegrowany finansowo rynek powinien pozostać niezależny od innych struktur finansowych w regionie. Ponadto, aby osiągnąć pełną integrację finansową, poszczególne komponenty procesu pośrednictwa, np. dostępu do kapitału inwestycyjnego za pośrednictwem instytucji lub rynków, powinny działać na siebie symetrycznie. Pełna integracja finansowa wymaga równego dostępu m.in. do banków, rynków, rozliczania, itd., zarówno dla inwestorów, jak i emitentów<sup>39</sup>. Jako korzyści związane z osiągnięciami pełnej integracji finansowej można wymienić szerszy wybór możliwości podziału i dywersyfikacji ryzyka, lepszą alokację kapitału w projekty inwestycyjne, potencjalny wyższy wzrost gospodarczy<sup>40</sup>.

W związku z tym, pokonanie barier w zakresie integracji finansowej przyczyni się między innymi do wzmocnienia stabilności finansowej, będzie również stymulować wzrost mikroprzedsiębiorstw, które ostatecznie pobudzą wzrost innych sektorów gospodarki. Integracji finansowej nie da się osiągnąć bez stałej współpracy wszystkich interesariuszy. Realizacja tego celu wymaga przede wszystkim zgodnego podejścia opartego na współpracy pomiędzy podmiotami rynkowymi.

<sup>38</sup> Ustawa z dnia 4 października 2018 r. o pracowniczych planach kapitałowych (Dz. U. z 2018 r. poz. 2215) wprowadza kwestię dotyczącą opłat transakcyjnych, poprzez wskazanie, że opłaty te (jak również inne koszty) nie mogą odbiegać od przyjętych w obrocie zwykłych kosztów wykonywania tego rodzaju usług – art. 50 ust. 4 w zw. z art. 50 ust. 1 pkt 2 ustawy.

<sup>39</sup> Stavarek D., Repkova I., Gajdosova K., *Theory of Financial integration and achievements in the European Union*, Munich Personal RePEc Archive, lipiec 2011.

<sup>40</sup> Baele, L. i inni, *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, European Central Bank Occasional Paper Series No. 14, 2004.

## DZIAŁANIA - INTEGRACJA FINANSOWA

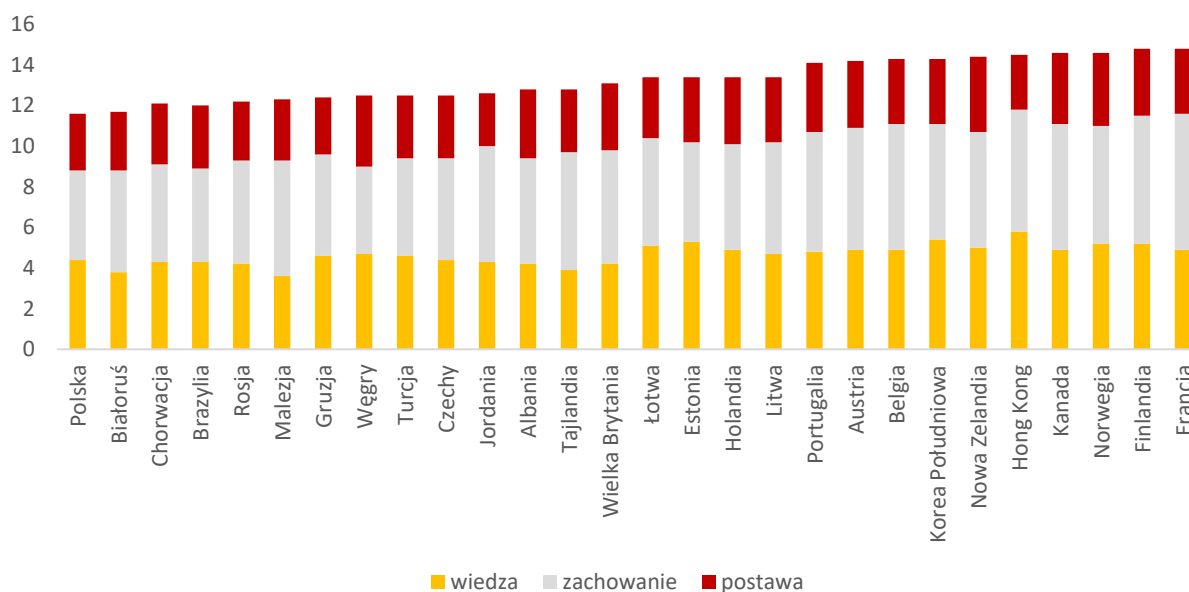
### 1. Główne czynniki wzmacniające integrację finansową:

- wzmocniona edukacja w zakresie rynku finansowego, np. za pośrednictwem mediów społecznościowych,
- promocja oszczędnościowych obligacji skarbowych, między innymi poprzez dystrybucję przez kanały mobilne,
- aktywny nadzór nad kosztami ponoszonymi przez inwestorów indywidualnych przy jednoczesnym uniemożliwianiu stosowania ukrytych (alternatywnych) opłat,
- umożliwienie emitentom prowadzenie programów lojalnościowych dla inwestorów,
- zachęty podatkowe, w tym związane z programami akcji pracowniczych.

### 4.2.3.3. Edukacja w zakresie funkcjonowania rynku finansowego

Wiedza z zakresu finansów i rynku finansowego powinna być dostępna dla ogółu obywateli, ponieważ prowadzi do zwiększenia poziomu integracji finansowej, stymuluje innowacje, tworzy konkurencję i potencjalnie zmniejsza nierówności społeczne<sup>41</sup>. Ponadto, wysoki poziom wiedzy z zakresu finansów powinien pozytywnie wpływać na zarządzanie budżetem domowym czy skłonność do oszczędzania. Jak pokazano na poniższym rysunku, pod względem edukacji finansowej Polska znajduje się na niskim poziomie (szczególnie w zakresie skłonności do oszczędzania) w porównaniu z innymi krajami, w których OECD przeprowadziło badanie<sup>42</sup>.

**Rys. 13. Wiedza z zakresu finansów, jej wykorzystywanie w praktyce (zachowanie), stopień skłonności do oszczędzania (postawa)**



Źródło: OECD/INFE, *International Survey of Adult Financial Literacy Competencies*, 2016. Uwaga: Maksymalny możliwy wynik do uzyskania w badaniu OECD wynosił 21 pkt: 7 pkt za wiedzę, 9 pkt z zachowanie i 5 pkt za postawę. Maksymalny wynik uzyskała Francja oraz Finlandia (14,8 pkt). Z kolei Polska plasowała się na ostatnim miejscu osiągając 11,6 pkt (55% możliwego maksymalnego wyniku).

Ponadto, należy zauważyć, że edukacja w zakresie rynku finansowego powinna obejmować nie tylko potencjalnych inwestorów, ale również potencjalnych emitentów – przedsiębiorstwa, które dzisiaj korzystają często jedynie z finansowania bankowego, a w przypadku których wykorzystanie dostosowanych do ich potrzeb instrumentów rynku kapitałowego mogłoby być bardzo korzystne dla ich rozwoju i ekspansji, czy też wzrostu innowacyjności.

<sup>41</sup> Leifels A., Metzger G., Financial literacy helps with business start-ups: easier, better funded, more competitive, KFP Research, październik 2015.

<sup>42</sup> OECD/INFE, *International Survey of Adult Financial Literacy Competencies*, 2016.



W związku z tym, zespół ds. zarządzania projektem SRRK będzie współpracować z nowo powołaną Radą Edukacji Finansowej<sup>43</sup>, w celu zaproponowania w ramach Strategii Edukacji Finansowej dla Polski modelu edukacji polskiego społeczeństwa w zakresie funkcjonowania rynku finansowego.

Model ten powinien zostać uzgodniony z kluczowymi interesariuszami i wyraźnie przypisywać obowiązki w zakresie jej wdrażania. Ponadto, powinien być zgodny m.in. z normami OECD dotyczącymi strategii edukacji finansowej<sup>44</sup>.

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,
- 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,
- produktów adresowanych również do klientów detalicznych niekorzystających aktualnie z usług bankowych,
- rozwiązań edukacyjnych dla emitentów, inwestorów instytucjonalnych, pośredników i doradców w celu podwyższenia atrakcyjności bardziej zaawansowanych produktów i technologii rynku kapitałowego, np. produktów strukturyzowanych, ETF, dodatkowych instrumentów pochodnych, handlu algorytmicznego.

## **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,
  - 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.

### **4.2.4. ZASOBY LUDZKIE**

Konieczne jest przyciągnięcie na polski rynek kapitałowy specjalistów z zakresu finansów, konsultingu i informatyki z krajowych i międzynarodowych rynków kapitałowych (w tym Polaków, którzy wyemigrowali i zdobyli doświadczenie na najbardziej rozwiniętych rynkach). Zasoby te należy pozyskać do MF, KNF oraz sektora prywatnego w celu wykorzystania bardziej zaawansowanych umiejętności z innych rynków i branż. Poszerzenie zakresu ich umiejętności pomoże również podnieść poziom wiedzy na temat finansów i konkurencyjności polskiego rynku. Pozyskanie dla polskiego rynku takich specjalistów pozwoliłoby na pewną zmianę kulturową oraz zaszczepienie ducha innowacyjności. Ponadto biorąc pod uwagę konieczność terminowego wdrażania regulacji UE (bez ich niepotrzebnego zastrzeżenia) w zakresie usług finansowych należy zwiększyć potencjał zasobów ludzkich w odpowiednich jednostkach organizacyjnych MF i KNF.

## **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.

<sup>43</sup> Rada Edukacji Finansowej została wprowadzona w ustawie z dnia 9 listopada 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). Rada wyznacza kierunki i sposób realizacji zadań Funduszu Edukacji Finansowej, sprawuje nadzór nad realizacją jego zadań oraz nad gospodarowaniem środkami Funduszu.

<sup>44</sup> OECD, National Strategies for financial education. OECD/INFE Policy Handbook, 2015.

### 4.3. OBSZAR 3: NADZÓR I REFORMY W ZAKRESIE REGULACJI

Polska potrzebuje przewidywalnego, sprzyjającego biznesowi środowiska prawnego, które będzie ułatwiało efektywną mobilizację kapitału, zapewniało ochronę inwestorom i usuwało przeszkody w rozwoju rynku. Niezbędne jest również zapewnienie ambitnego harmonogramu wprowadzania reform w celu utrzymania konkurencyjności naszego rynku względem najlepiej rozwiniętych rynków europejskich.

W związku z powyższym, rozwiązania proponowane poniżej dotyczące nadzoru i kwestii regulacyjnych powinny zostać wdrożone zapewniając transparentną komunikację z zainteresowanymi stronami, w tym z aktywnym wykorzystaniem oficjalnych rekomendacji i wytycznych dostępnych dla całego rynku, w celu ujednoczenia interpretacji przepisów i praktyk nadzorczych.

#### 4.3.1. ZAPEWNIENIE PRZEWIDYWALNEGO I SKUTECZNEGO NADZORU

##### Zmiana sposobu finansowania KNF i wprowadzenie wymogów w odniesieniu do poziomu świadczenia usług

Zasady gospodarki finansowej dla jednostek budżetowych, którym podlegał organ nadzoru do końca 2018 r., znacząco ograniczały możliwość finansowania jego działalności<sup>45</sup>. Zwiększenie budżetu nadzorczy i zachowanie jego autonomii powinno być uzależnione od pomyślnego wdrożenia przez nią procedury zawierania z podmiotami rynkowymi umowy, która m.in. zapewni efektywność pracy, określi warunki pracy i wymagania dotyczące poziomu świadczenia usług<sup>46</sup> (i związanych z nim kluczowych wskaźników efektywności), w tym przede wszystkim dotyczące:

1. Przygotowania, publikacji i stosowania wzorów dokumentów,
2. Określenia maksymalnych terminów wymaganych na przeprowadzenie analizy dokumentów,
3. Wprowadzenia wymogu rozpatrzenia dokumentów w publicznie określonych terminach,
4. Wprowadzenia nowoczesnych metod komunikacji elektronicznej, np. trybu śledzenia zmian w dokumentach edytowalnych<sup>47</sup>,
5. Utworzenia zespołów zarządzania relacjami z klientem w najbardziej potrzebnych segmentach,
6. Wydawania pisemnych wytycznych w celu zagwarantowania stabilności i pewności prawa,
7. W przypadku podmiotów zagranicznych, stosowania języka angielskiego, w tym w formalnych dokumentach prawnych, takich jak prospekty,
8. Wdrożenia ram prawnych i regulacyjnych dotyczących luk w zakresie poszczególnych produktów, np. pożyczek papierów wartościowych (m.in. zezwolenie dla funduszy inwestujących w celach emerytalnych), ETF, produktów strukturyzowanych i form działania podmiotów gospodarczych, w tym szybkiej ścieżki rejestracji spółek,
9. Przyjęcia harmonogramów działań uzgodnionych z MF oraz, w razie potrzeby, pozostałymi grupami interesariuszy w celu efektywnego usunięcia barier zidentyfikowanych w ramach prac nad SRRK, a także dotyczących realizacji programu innowacji opracowywanego przez KNF.
10. Obszary, w których KNF powinna dążyć do uzyskania wyników lepszych niż jej partnerzy z UE:
  - wdrożeniu iXBRL wcześniej, niż przewidziano to w zaproponowanym przez ESMA harmonogramie. Konieczne jest również umożliwić wykorzystanie iXBRL w celu publikacji danych finansowych w prospektach emisyjnych, w ramach bieżących obowiązków informacyjnych spółek publicznych oraz w ramach przygotowywania analiz dotyczących tych spółek. Powyższe jest konieczne, ponieważ wcześniejsze i szersze niż w innych krajach

<sup>45</sup> Zmiany w zakresie finansowania krajowego organu nadzoru zostały 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 (Dz. U. z 2018 r. poz. 2243). Nowy model finansowania KNF zakłada prowadzenie przez Komisję samodzielnej gospodarki finansowej w ramach posiadanych środków.

<sup>46</sup> Umowa ta mogłaby być utrzymana w konwencji powszechnej na rynku umowy o gwarantowaniu świadczenia usług (tzw. SLA).

<sup>47</sup> Pliki w formacie .pdf mogą być dołączane jako zapis w niepodważalnej postaci.

wdrożenie iXBRL może przyczynić się większej płynności i lepszemu dostępowi do rynku kapitałowego zmniejszając asymetrię informacji, szczególnie w tych segmentach, w których barierą jest język. Ponadto uważa się, że iXBRL zapewnia bardziej terminowy dostęp i większą przejrzystość danych dla inwestorów, a także zwiększa efektywność analizy danych przez organy regulacyjne, co z kolei doprowadzi do zwiększenia skuteczności procesu regulacyjnego.

- 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. Celem powinno być przyciągnięcie na polski rynek kapitałowy emitentów z innych rynków UE, w tym przede wszystkim z regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

Wymogi dotyczące poziomu usług powinny być podawane do wiadomości publicznej, a ich realizacja weryfikowana względem KPI. KNF powinna być zobowiązana do publikowania półrocznych raportów przedstawiających wyniki takiej weryfikacji. Wymogi dotyczące poziomu usług mają przede wszystkim na celu:

- zwiększenie zdolności operacyjnej Urzędu,
- wprowadzenie oszczędności czasu i zasobów, przy jednoczesnym podwyższeniu poziomu usług i wydajności prowadzonych działań,
- zastosowanie bardziej zaawansowanych technologii dostępu do rynku, jego monitorowania i nadzoru,
- przyciąganie doświadczonych specjalistów z branży, inżynierów IT, z kraju i z zagranicy.

W związku ze zmianą modelu finansowania KNF powinna zastanowić się, w jaki sposób rozwijać własną zdolność do implementacji rozwiązań wskazanych w SRRK. Należy rozważyć również przeprowadzenie analizy porównawczej działalności nadzorczej uwzględniającej przykłady organów nadzoru z najbardziej rozwiniętych rynków europejskich.

#### Przyjęcie przez KNF strategii biznesowej i operacyjnej

Polityka nadzorcza nad rynkiem kapitałowym, jak i całym rynkiem finansowym powinna w większej mierze opierać się na działaniach *ex ante*. Można to zrealizować dzięki zwiększeniu zasobów kadrowych, w tym przede wszystkim pozyskując doświadczonych pracowników z instytucji finansowych (w tym również posiadających doświadczenie pracy na międzynarodowych rynkach) zarówno w ramach bezpośredniego zatrudniania, jak i w ramach czasowego oddelegowania pracowników. W tym kontekście należy również także usprawnić proces analizowania posiadanych i przetwarzanych przez nadzorcę danych oraz tworzenie tematycznych międzydepartamentalnych grup zadaniowych w ramach KNF.

KNF potrzebuje dogłębnego zrozumienia modeli biznesowych, strategii i ryzyk ponoszonych przez podmioty regulowane oraz znacznie większego stopnia wykorzystania nowoczesnych technologii. W związku z tym KNF powinna co roku publikować KPI i plany dotyczące m.in.:

- planowanych obszarów swojego zainteresowania,
- sposobu, w jaki zamierza poprawić efektywność swojej działalności, w tym w jaki sposób planuje wyeliminować bariery dla innowacji i rozwoju rynku kapitałowego oraz – oddzielnie – w jaki sposób zamierza podwyższać efektywność w nowych obszarach usług,
- w jaki sposób zamierza wdrożyć i stosować nowe technologie w swoim działaniu
- w jaki sposób zamierza skutecznie wykorzystywać środki finansowe i jakie kryteria będzie stosować do oceny realizacji przez siebie zadań wymienionych w najnowszej regulacji dotyczącej nadzoru nad rynkiem..

#### Zwiększenie zaangażowania KNF w rozwój rynku kapitałowego

Zarówno przy wykonywaniu czynności nadzorczych, jak i udziale w opracowywaniu regulacji, KNF powinna uwzględniać potencjalny wpływ swoich działań na rozwój rynku kapitałowego i założone w SRRK cele. Strategia KNF powinna w tym zakresie określać cele i środki, które może ona wykorzystać do wspierania takiego rozwoju, w tym określać obszary, w których może osiągnąć przewagę konkurencyjną w stosunku do innych rynków UE, jak również definiować specyficzne potrzeby lokalne polskiego rynku.

### Zapewnienie przejrzystości i proporcjonalności nadzoru

Istotne znaczenie dla interesariuszy objętych nadzorem KNF ma zrozumienie podejścia przyjętego przez Komisję podczas wykonywania przez nią działań nadzorczych i wydawania decyzji, a także przekonanie, że nadzorca stosuje swoje uprawnienia w sposób proporcjonalny.

W związku z tym, przy wypełnianiu swoich obowiązków KNF powinna być zobowiązana do:

- działania w sposób przejrzysty, w szczególności poprzez publiczne przedstawienie swojego stanowiska w zakresie sprawowanego nadzoru między innymi za pośrednictwem regularnie publikowanych wytycznych, okresowych analiz rozwoju rynku oraz dokumentów w formie „pytań i odpowiedzi”, w celu wyeliminowania wszelkiej niejasności interpretacyjnych interesariuszy. W przypadku wystąpienia rozbieżności w interpretacji przepisów UE pomiędzy polskim nadzorcą a ESMA, KNF powinna ściśle współpracować z instytucjami finansowymi w celu wypracowania wspólnego stanowiska strony polskiej, które zostanie przedstawione ESMA.
- przyjęcia proporcjonalnego i opartego na analizie ryzyka podejścia przy nakładaniu obciążeń lub ograniczeń dla podmiotów rynkowych, uwzględniając korzyści płynące z takich działań dla całego sektora. KNF powinna wykorzystać swoją wiedzę na temat modeli biznesowych i wymogów instytucji finansowych szczególnie w tych obszarach, w których niewłaściwe postępowanie i obejście przepisów przez dany podmiot mogłoby spowodować największe szkody, szczególnie dla konsumentów lub kluczowych rynków. Ponadto zamiast weryfikować formalne wdrożenie wymogów prawnych, kontroli nadzorczej powinna podlegać przede wszystkim skuteczność wdrażanych rozwiązań,
- uwzględniania różnic w charakterze, wielkości i celach działalności gospodarczej prowadzonej przez uczestników na różnych segmentach rynku,
- prowadzenia regularnych konsultacji z instytucjami finansowymi, m.in. w celu zapoznania się jak poszczególne planowane zmiany regulacyjne mogą wpłynąć na dany podmiot, segment rynku i cały rynek. KNF powinna być w stanie zrozumieć i zauważyć zmiany lub praktyki rynkowe na tyle wcześnie, aby móc zastosować właściwe środki nadzorcze, jeśli ich użycie okaże się wymagane oraz nie działać w sposób reaktywny. Okresowe spotkania z podmiotami rynku kapitałowego, stowarzyszeniami domów maklerskich i banków w sprawie wdrożenia przepisów MiFID II, które odbywały się między innymi w 2018 roku w KNF, są przykładem wzorcowego postępowania w tym zakresie,
- przyjęcia proaktywnego podejścia do nadzoru nad instytucjami finansowymi w celu zapobiegania nadużyciom lub niewłaściwemu funkcjonowaniu rynku finansowego, zamiast podejmowania działań *post factum*,

Ponadto w celu zwiększenia efektywności zarządzania i funkcjonowania tych podmiotów proponuje się określenie 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. Praktyka taka jest stosowana w odniesieniu do podmiotów prowadzących system obrotu, centralnych depozytów papierów wartościowych (CSD), czy centralnych kontrahentów (CCP) na wielu rynkach europejskich. Obecnie przyjęty w Polsce model wydłuża czas rozpatrywania zmian w zakresie regulaminów i procedur wewnętrznych oraz uniemożliwia szybkie dostosowanie ich do zmieniających się warunków konkurencyjnych (m.in. w odniesieniu do wysokości pobieranych opłat). Wprowadzenie takiej praktyki pozwoli również na uwolnienie części zasobów KNF. Szczegółowy zakres tej zmiany zostanie uzgodniony wraz z Komisją Nadzoru Finansowego podczas etapu wdrażania SRRK.

Należy również wskazać, iż prawo do ubiegania się o interpretację nadzorcy zgodnie z art. 11b ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym<sup>48</sup> powinno zostać rozszerzone o produkty i usługi, które mają na celu rozwój rynku kapitałowego.

### Zmiana przepisów regulujących postępowania toczące się przed KNF, w tym m.in. umożliwienie procedowania w języku angielskim

W celu zwiększenia efektywności postępowań toczących się przed KNF, między innymi w zakresie zatwierdzania prospektów emisyjnych, konieczne jest stworzenie nowego rodzaju postępowania, w dużym stopniu niezależnego od regulacji Kodeksu postępowania administracyjnego (KPA).

<sup>48</sup> Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. 2018 r. poz. 621 z późn. zm.).

Zmiana ta pozwoliłaby między innymi na modyfikację usprawniającą kontakt instytucji rynku finansowego z organem nadzoru, które zakładają: 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, wzrost jakości usług świadczonych przez nadzorcę.

W celu zachęcenia zagranicznych emitentów do emisji dłużnych i udziałowych papierów wartościowych w Polsce, KNF powinna szeroko wykorzystywać język angielski, w tym w ramach postępowań toczących się przed Komisją, a także dopuszczać zatwierdzanie prospektów emisyjnych i dokumentacji dotyczącej bieżących obowiązków informacyjnych w tym języku<sup>49</sup>. Zmiana w tym zakresie mogłaby być krokiem w kierunku osiągnięcia przez Warszawę statusu centrum (*hubu*) dla Europy Środkowo-Wschodniej.

### Wprowadzenie „piaskownicy regulacyjnej” dla przedsiębiorstw z sektora FinTech

Biorąc pod uwagę podnoszoną przez podmioty rynku kwestię złożoności wymagań regulacyjnych w zakresie usług inwestycyjnych, które jednocześnie mogą stanowić bariery wejścia na rynek, konieczne są działania zmierzające do budowy przyjaznego środowiska regulacyjnego dla firm starających się wprowadzać na rynek innowacyjne rozwiązania i nowe technologie, mogące doprowadzić do zwiększenia poziomu aktywności inwestycyjnej w Polsce i zagwarantować przewagę konkurencyjną polskich podmiotów wobec odpowiedników z państw UE.

Tym samym konieczne jest wprowadzenie przez KNF tzw. piaskownicy regulacyjnej<sup>50</sup> dla podmiotów typu FinTech, w której proces licencjonowania będzie dostosowywany i dedykowany do wymagań zawartych w zasadach zaproponowanych przez Komisję. Utrzymanie „piaskownicy regulacyjnej” powinno stanowić istotny element Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, włączając w to transfer zdobytych przez nadzorcę i regulatora rynku doświadczeń do głównego nurtu ram regulacyjnych. Wszelkie usprawnienia regulacyjne powinny być adresowane na poziomie wdrażania SRRK. Zaleca się, aby działania podejmowane w ramach „piaskownicy regulacyjnej” pozwalały na sprawną współpracę pomiędzy KNF i użytkownikami. Wskazane jest korzystanie z doświadczeń z „piaskownic” prowadzonych przez inne organy nadzoru, np. brytyjski FCA.

Dodatkowo, należy zmierzać do tego, aby Polska stała się atrakcyjnym rynkiem dla rozpoczynających działalność podmiotów typu FinTech. W tym celu proponuje się przypisać do każdego użytkownika takiej „piaskownicy” dedykowanego opiekuna, co przełoży się również na wzrost efektywności tego rozwiązania.

### Aktywny udział KNF w programach edukacji w zakresie rynku finansowego

KNF powinna również odgrywać istotną rolę w działaniach proponowanych w SRRK w zakresie edukacji emitentów, pośredników i inwestorów, m.in. poprzez:

- aktywny udział w pracach nad opracowaniem i wdrażaniem Strategii Edukacji Finansowej,
- wykorzystanie narzędzi nadzorczych do zachęcania tych podmiotów do wydawania jasnych wytycznych, czy egzekwowanie przejrzystej i prostej komunikacji z klientami,
- szersze korzystanie z mediów społecznościowych.

### Podjęcie działań wynikających ze spodziewanego Brexitu

Niezależnie od ostatecznej treści umowy wyjścia Wielkiej Brytanii ze struktur Unii Europejskiej lub nawet braku takiej umowy, KNF powinna współpracować z pozostałymi interesariuszami, w celu zagwarantowania bezpieczeństwa przepływów biznesowych między Wielką Brytanią a Polską. Należy rozważyć powołanie programu adresowanego do wszystkich zainteresowanych stron, w celu zapewnienia, że Polska jest nadal otwarta na utrzymanie relacji biznesowych z Wielką Brytanią. Ponadto, ze względu na negocjacje różnych mechanizmów przejściowych między UE a Wielką Brytanią, oczekuje się, że Brexit będzie raczej procesem niż pojedynczym wydarzeniem. W związku z tym ważniejsze jest, aby Polska podjęła określone działania odpowiadające na zmiany w otoczeniu biznesowym w UE wynikające z Brexitu.

<sup>49</sup> Język angielski jest powszechnie używanym językiem wśród organów nadzoru w krajach UE, między innymi w procesie zatwierdzania prospektów emisyjnych. Zob. ESMA, *Languages accepted for the purpose of the scrutiny of the Prospectus and requirements of translation of the Summary*, Information Note, 31.03.2014.

<sup>50</sup> W 2018 r. KNF wprowadziła piaskownicę regulacyjną jak na razie w modelu zdecentralizowanym.



### Konieczność efektywnego monitorowania ryzyka wynikającego z rosnących powiązań międzynarodowych gospodarki

Biorąc pod uwagę fakt, że rozwój polskiej gospodarki i rynku kapitałowego może wiązać się z rosnącym umiędzynarodowieniem i większymi powiązaniem z gospodarkami zagranicznymi, zachodzi konieczność bieżącego i efektywnego monitorowania potencjalnego ryzyka dla polskiej gospodarki i systemu finansowego. Jest to szczególnie istotne w sytuacji, w której niektóre produkty lub usługi finansowe, z których korzystają polskie podmioty, są rozliczane poza granicami Polski (jak przykładowo część instrumentów pochodnych OTC lub pożyczek papierów wartościowych) co sprawia, że polski nadzorca nie zawsze dysponuje pełną informacją na temat tych transakcji, skali ekspozycji i potencjalnego ryzyka systemowego. Z punktu widzenia interesu polskiego rynku należy dążyć do stworzenia warunków i zachęt, które pozwoliłyby na rozwój tych produktów i usług w Polsce. Ponadto, w przypadku transakcji wykorzystujących instrumenty finansowe, w których obydwoma stronami są polskie podmioty, i które nie są rozliczane w Polsce, KNF powinna prowadzić stosowny monitoring ich transakcji.

#### DZIAŁANIA - ZAPEWNIENIE PRZEWIDYWALNEGO I SKUTECZNEGO NADZORU

1. Wprowadzenie wymogów jakości świadczenia usług przez nadzorcę, np. w formie SLA.
2. Przyjęcie przez KNF strategii biznesowej i operacyjnej.
3. Zwiększenie zaangażowania KNF w rozwój rynku kapitałowego przy jednoczesnym zapewnieniu przejrzystości i proporcjonalności nadzoru.
4. Rozszerzenie prawa do ubiegania się o interpretację KNF o produkty i usługi, które mają na celu rozwój rynku kapitałowego.
5. Zmiana zasad postępowania przed KNF, np. poprzez modyfikację KPA oraz umożliwienie procedowania w języku angielskim.
6. Utworzenie przez KNF tzw. „piaskownicy regulacyjnej” dla podmiotów typu FinTech.
7. Aktywny udział KNF w programach edukacji z zakresu rynku finansowego.
8. Współpraca KNF z interesariuszami, w celu zagwarantowania bezpieczeństwa działalności polskich podmiotów w związku z konsekwencjami Brexitu.
9. Konieczność efektywnego monitorowania przez KNF ryzyka wynikającego z rosnących powiązań międzynarodowych polskiej gospodarki.

#### 4.3.2. USPRAWNIENIE PROCESU LEGISLACYJNEGO W ZAKRESIE RYNKU KAPITAŁOWEGO I UNIKANIE GOLD-PLATINGU

Przepisy regulujące rynki kapitałowe państw europejskich mają swoje źródło w przeważającej mierze w prawie unijnym. Niemniej, nadal istotne znaczenie ma sposób, w jaki są one wdrażane lub stosowane w poszczególnych państwach członkowskich. W związku z tym, 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.

##### Wdrażanie przepisów unijnych w odpowiednim czasie

Przepisy unijne, które wymagają implementacji do polskiego porządku prawnego (w głównej mierze dyrektywy), powinny być wdrażane w odpowiednim terminie, pozostawiając uczestnikom rynku wystarczającą ilość czasu na dostosowanie się do nowych wymagań, niekiedy silnie oddziaływujących na bieżącą działalność tych podmiotów. Takie podejście ma na celu zapewnienie stabilności i przewidywalności prawa, i tym samym wzmocnienie zaufania rynku do tworzonych regulacji, a także skuteczny nadzór nad rynkiem kapitałowym. Terminowe wdrożenie regulacji UE (bez ich niepotrzebnego zaostżenia) w zakresie usług finansowych należy uznać za priorytet możliwy do osiągnięcia jedynie poprzez zwiększenie potencjału zasobów ludzkich w odpowiednich jednostkach organizacyjnych MF i KNF.

### Unikanie gold-platingu w regulacjach krajowych

W procesie wdrażania przepisów UE do prawa krajowego w niektórych przypadkach przyjęto rozwiązania bardziej restrykcyjne lub dalej idące niż wynika to literalnie z danego unijnego aktu prawnego (tzw. *gold-plating*), co doprowadziło do powstania dodatkowych obciążeń po stronie interesariuszy polskiego rynku.

Wydaje się zatem wskazane, aby MF wraz z KNF powołało grupę roboczą, która przeprowadzi proces konsultacji z podmiotami wszystkich sektorów rynku kapitałowego w celu zidentyfikowania istniejących luk oraz nadmiarowych (*gold-plated*) przepisów. Zidentyfikowane bariery powinny być usuwane lub korygowane etapami (najważniejsze wskazywane bariery w ciągu pierwszych 6 miesięcy od powołania grupy, pozostałe do końca 2020 r.).

Ponadto, przy wdrażaniu nowych przepisów unijnych do polskiego prawa lub opracowywaniu przepisów krajowych dotyczących rynku kapitałowego, należy każdorazowo przeprowadzić analizę kosztów i korzyści proponowanych zmian, zaś w przypadkach gdy KNF lub Rząd proponują wdrożenie przepisów bardziej restrykcyjnych niż normy UE, należy konsultować proponowane przepisy z podmiotami, które będą nimi związane.

Przykłady poszczególnych przepisów wskazywanych przez podmioty rynku kapitałowego jako gold-plating, które wymagają zmiany:

- **outsourcing** – wymagania w tej sferze uniemożliwiają osiągnięcie celów SOR, co stanowi preferencyjne rozwiązanie dla konkurentów z zagranicy i jest niekorzystne dla polskiego rynku kapitałowego. Obecnie 524 zagraniczne firmy mają w Polsce centra outsourcingu procesów biznesowych (BPO), centra usług wspólnych (SSC) oraz centra badawczo-rozwojowe (R&D) zatrudniające ponad 244.000 osób. Jednym z kluczowych elementów polskiej branży BPO jest outsourcing dla globalnych instytucji finansowych<sup>51</sup>. Natomiast, bazując na analizie przeprowadzonej w trakcie opracowywania SRRK, niemal nie istnieje outsourcing świadczony przez lokalnych pośredników i instytucje infrastruktury rynku finansowego.
- **MiFID I** – obostrzenia dotyczące dopuszczenia do obrotu w Polsce papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na innych rynkach UE obejmujące wymóg uzyskania zgody emitenta.
- **dyrektywa w sprawie prospektu emisyjnego**<sup>52</sup> - brak reguł dotyczących gwarantowanego poziomu usług w zakresie okresów zatwierdzania prospektów emisyjnych.

### Wypracowywanie na forum UE regulacji proporcjonalnych z punktu widzenia polskiego rynku

Proporcjonalność definiuje się jako nałożenie wymogów UE, które zostały stworzone z myślą o większych gospodarkach rozwiniętych, bez uwzględnienia potrzeb rozwojowych lub przejściowych gospodarek państw Europy Środkowo-Wschodniej.

Przykładem braku stosowania zasady proporcjonalności mogą być niektóre regulacje i normy ustanowione przez europejskiego ustawodawcę traktujące kraje Europy Zachodniej i Europy Środkowo-Wschodniej w równym stopniu i nie uwzględniając poziomów rozwoju poszczególnych rynków kapitałowych, czego przykładem są maksymalne kary za ujawnienie informacji poufnych z rozporządzenia MAR<sup>53</sup> – 1 mln EUR dla osób fizycznych i 2,5 mln EUR dla osób prawnych. Jeżeli na przykład weźmie się pod uwagę, że w styczniu 2019 r. średnia kapitalizacja rynkowa spółek notowanych na rynku NewConnect (na którym to kary te również obowiązują) wyniosła 1,9 mln EUR<sup>54</sup> to wysokość wskazanych kar dla polskiego rynku wydaje się zdecydowanie zbyt wysoka.

W powyższym kontekście kluczowe jest między innymi utworzenie przez uczestników rynku biura w Brukseli, o którym mowa w punkcie 4.1.3.1. Ponadto, na forum instytucji unijnych (przede wszystkim Rady UE) Rząd powinien dążyć do wypracowywania rozwiązań zapewniających zachowanie zasady proporcjonalności przepisów z punktu widzenia krajowego rynku ka-

<sup>51</sup> Zob. <https://braincode.xyz/blog/fintech-guide-poland/>.

<sup>52</sup> Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 345 z 31.12.2003 r., str. 64)

<sup>53</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, str. 1).

<sup>54</sup> Według danych NewConnect.

pitalowego. Jednocześnie jednak konieczne jest komunikowanie Rządowi stanowisk uczestników polskiego rynku na odpowiednio wczesnym etapie prac legislacyjnych w UE i aktywne zaangażowanie tych podmiotów w proces tworzenia unijnego prawa.

#### **DZIAŁANIA – USPRAWNIENIE PROCESU LEGISLACYJNEGO W ZAKRESIE RYNKU KAPITAŁOWEGO I UNIKANIE GOLD-PLATINGU**

1. Wdrażanie przepisów unijnych dotyczących rynku kapitałowego w odpowiednim czasie aby pozostawić uczestnikom rynku wystarczający czas na dostosowanie się do regulacji
2. Unikanie gold-platingu i zmiana przepisów dotyczących:
  - outsourcingu,
  - wymogu uzyskania zgody emitenta na dopuszczenie do obrotu papierów wartościowych,
  - gwarantowanego poziomu usług w zakresie okresów zatwierdzania prospektów emisyjnych.
3. Wypracowywanie na forum UE rozwiązań zapewniających zachowanie zasady proporcjonalności przepisów z punktu widzenia krajowego rynku kapitałowego.

#### **4.3.3. WDROŻENIE ZASAD I REGULACJI MAJĄCYCH NA CELU OCHRONĘ INWESTORÓW**

##### **Stworzenie ram prawnych dla wzmocnienia egzekwowania zasad ładu korporacyjnego w spółkach notowanych na GPW**

Jak wskazano w punkcie 4.2.2, konieczne jest wzmocnienie możliwości egzekwowania standardów ładu korporacyjnego przez spółki giełdowe, w tym przez SSP. GPW powinna uzyskać uprawnienia do egzekwowania zasad ładu korporacyjnego, w szczególności w zakresie ochrony praw inwestorów mniejszościowych. Ład korporacyjny spółek giełdowych powinien podlegać okresowej ocenie, przykładowo w formie „zestawu formularzy oceny ładu korporacyjnego”<sup>55</sup>, a ich wyniki powinny zostać podane do publicznej wiadomości.

##### **Wprowadzenie sądów specjalizujących się w sprawach dotyczących rynku finansowego**

Ze względu na złożoność prawa rynku finansowego i praktyk obowiązujących na tym rynku, a także biorąc pod uwagę doświadczenia i rozwiązania przyjęte w najbardziej rozwiniętych państwach europejskich, 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. Sędziowie specjalizowaliby się w różnych segmentach rynku finansowego, w tym rynku kapitałowego oraz byłiby 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.

Niezbędne jest również wprowadzenie dodatkowych elementów edukacyjnych oraz szkoleń dla wszystkich prokuratorów i sędziów. Program wyższych studiów prawniczych powinien zostać uzupełniony o zagadnienia związane z rynkiem finansowym, uwzględniające najnowszy stan prawny i faktyczny.

<sup>55</sup> Na przykład można w tym celu skorzystać z rekomendacji Banku Światowego. Zob. International Finance Corporation, *Corporate Governance Scorecards. Assessing and promoting the implementation of codes of corporate governance*, 2014.



### Podwyższenie jakości świadczonych usług i zwiększenie odpowiedzialności podmiotów pośredniczących zajmujących się dystrybucją instrumentów finansowych wśród inwestorów indywidualnych

Aby rozwiązać problem tzw. *misselingu* należy udoskonalić przepisy, zapewniając wystarczające bodźce dla pośredników, które zachęciłyby ich do przestrzegania zasad adekwatności i odpowiedzialności 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 (szerzej na ten temat w punkcie 4.5.6).

### 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 potwierdzenia 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, przy czym audytorzy powinni być zobowiązani do zachowania należytej staranności wobec rynku.

### Zwiększenie przejrzystości rynku obligacji niepublicznych

Systemy informacji rynkowej w Polsce nie oferują przejrzystego, ogólnodostępnego mechanizmu pozwalającego na odpowiednie poznanie ryzyka kredytowego emitenta w zakresie nieprzestrzegania warunków emisji w przypadku prywatnych lub publicznych emisji instrumentów dłużnych. Informacje te pozostają dla inwestorów dostępne tylko w drodze szczegółowej analizy prospektu emisyjnego, o ile prospekt jest dostępny.

W związku z powyższym KNF powinna egzekwować wymogi MiFID II dotyczące udzielania przejrzystych i niewprowadzających w błąd informacji oraz zapewnić, aby osoby odpowiedzialne za obrót obligacjami były zobowiązane w procesie rekomendowania danego produktu do wyjaśniania ryzyk i korzyści związanych z danym produktem oraz wymogów dotyczących odpowiedzialności produktu dla inwestora. Należy także przeprowadzać analizę praktyk pod kątem zmian w zakresie adekwatności zarządzania portfelem i doradztwa inwestycyjnego w przypadku, gdy dana firma wprowadziła system okresowej oceny adekwatności (np. w przypadku zmiany ryzyka kredytowego firma inwestycyjna powinna przekazać inwestorom aktualizację dotyczącą adekwatności, wraz z wyjaśnieniem zmiany okoliczności oraz w razie potrzeby proponowanymi alternatywami). W przypadku instrumentów takich jak obligacje korporacyjne pomocne będą przejrzyste informacje o warunkach emisji, oparte na wystandaryzowanej dokumentacji oraz publicznie dostępna baza danych zawierająca informacje o emitentach i emitowanych instrumentach, którą omówiono w punkcie 4.5.3.

### Zapewnienie przeniesienia papierów wartościowych w tym samym dniu, w przypadku gdy uczestnik KDPW prowadzący rachunki papierów wartościowych ogłasza upadłość

Biorąc pod uwagę, że jedną z zasad niniejszego dokumentu jest wzrost zaufania do rynku, inwestorzy powinni mieć prawo do posiadania tzw. sponsorowanych rachunków papierów wartościowych i prowadzenia tych rachunków za pośrednictwem uczestnika KDPW, gdzie zgodnie z polskim prawem zastosowanie ma zasada ostateczności rozrachunku. Pozwoliłoby to inwestorowi na zachowanie kontroli i umożliwiłoby sprawne przeniesienie papierów wartościowych w przypadku niewypłacalności uczestnika KDPW. Przy obecnej strukturze rachunków papierów wartościowych sprawne przeniesienie papierów wartościowych w takim przypadku nie jest zagwarantowane.

Aby uniknąć konieczności zmiany obecnej struktury rachunków papierów wartościowych prowadzonych przez uczestników KDPW, jednym z możliwych rozwiązań jest, 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 sponsorowane 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 odpowiedzialność 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 papierów 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 przeniesienie 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 wykonywanie 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.

### Wprowadzenie obowiązku korzystania przez fundusze inwestycyjne z wyceny rynkowej obligacji korporacyjnych

Zastosowanie metody wewnętrznej stopy zwrotu (IRR) do wyceny niepłynnych obligacji korporacyjnych w portfelach funduszy inwestycyjnych nie zachęca funduszy do inwestowania w papiery wartościowe notowane na giełdzie oraz do poszukiwania w bankach wyceny rynkowej. W związku z tym informacje dostępne dla inwestorów na temat rzeczywistej wartości inwestycji mogą być zniekształcone.

W związku z tym wycena IRR powinna być ograniczona do sytuacji wyjątkowych. Wyceny według wartości rynkowej lub według modelu własnego (w tym ryzyko kredytowe emitenta) powinny zyskać charakter standardowego modelu wyceny i być egzekwowane przez KNF.

### Wprowadzenie obowiązku nagrywania rozmów w przypadku świadczenia usługi zarządzania portfelem i usługi doradztwa inwestycyjnego

Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw<sup>56</sup> nałożyła na firmy inwestycyjne obowiązek nagrywania rozmów telefonicznych i zapisywania korespondencji elektronicznej, związanych z czynnościami, które mogłyby skutkować świadczeniem usługi przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych; wykonywania zleceń na rachunek dającego zlecenie oraz usługi nabywania lub zbywania na własny rachunek instrumentów finansowych, nawet jeżeli w wyniku prowadzenia tych rozmów lub korespondencji nie dochodziłoby do świadczenia usługi. Ustawa ta nie objęła jednak takim obowiązkiem usługi zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz usługa doradztwa inwestycyjnego.

<sup>56</sup> Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. 2018 poz. 685).

Brak obowiązku nagrywania przez firmy inwestycyjne rozmów z klientami detalicznym w związku ze świadczeniem usługi doradztwa inwestycyjnego oraz zarządzania portfelami w istotny sposób utrudnia inwestorom dochodzenie późniejszych roszczeń odszkodowawczych, zaś Komisji Nadzoru Finansowego nadzór nad dochowywaniem wymaganych standardów świadczenia usług przez pracowników firm inwestycyjnych oraz firmom inwestycyjnym właściwe przeprowadzanie procesów reklamacyjnych. Obowiązujące przepisy różnicują również sytuację klientów korzystających z usług przyjmowania i przekazywania oraz wykonywania zleceń od sytuacji klientów, dla których świadczone są usługi zarządzania portfelem instrumentów finansowych i doradztwa inwestycyjnego.

Celem zwiększenia ochrony interesów inwestorów na rynku kapitałowym, a co za tym idzie wzrostu zaufania do całego rynku, zasadne jest uzupełnienie przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi o obowiązek nagrywania przez firmy inwestycyjne rozmów z klientami detalicznymi w związku ze świadczeniem usługi zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz usługi doradztwa inwestycyjnego. Rozwiązanie to pozostaje również w zgodzie z art. 16 ust.7 dyrektywy MiFID II, który wskazuje, że obowiązkiem nagrywania rozmów objęte są przynajmniej transakcje przeprowadzone w ramach zawierania transakcji na własny rachunek oraz świadczenia usług wynikających ze zleceń klientów, związanych z przyjmowaniem, przekazywaniem oraz wykonywaniem zleceń klientów, co umożliwi państwu członkowskim poszerzenie tego obowiązku.

#### **DZIAŁANIA – WDROŻENIE ZASAD I REGULACJI MAJĄCYCH NA CELU OCHRONĘ INWESTORÓW**

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.

#### **4.3.4. WDROŻENIE ZASAD I REGULACJI MAJĄCYCH NA CELU ROZWÓJ RYNKU**

##### **Wprowadzenie ram prawnych i regulacyjnych oraz wytycznych dla nowych produktów i usług nieobecnym**

W związku z potrzebą rozwoju oferty produktowej dla inwestorów na polskim rynku kapitałowym wskazuje się na potrzebę wprowadzenia nowych rozwiązań legislacyjnych w zakresie produktów, które albo nie są przewidziane w polskim porządku prawnym, albo dostępne są jedynie na innych, zagranicznych rynkach<sup>57</sup>. Tymi produktami są m.in.:

- emitowane na rynku krajowym ETF i produkty strukturyzowane,
- pożyczki papierów wartościowych (m.in. zezwolenie udzielania pożyczek funduszom inwestującym w celach emerytalnych).

<sup>57</sup> Zagadnienie to jest szerzej omówione w punkcie 4.5.1.

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

Cechą charakterystyczną polskich funduszy inwestycyjnych jest posiadanie przez nie osobowości prawnej, pomimo że stanowią one jedynie masę majątkową utworzoną z wpłat uczestników i nabytych za te wpłaty aktywów, a także fakt, że będąc osobą prawną są zarządzane przez inną osobę prawną jaką jest towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Rozwiązanie to nie jest rozpoznawalne w innych państwach, w których co do zasady fundusze inwestycyjne tworzone są:

- na podstawie prawa zobowiązań - jako wspólne fundusze zarządzane przez spółki zarządzające (np. Austria, Czechy, Niemcy, Słowacja, Szwajcaria, Irlandia),
- na podstawie prawa powierniczego - jako fundusze powiernicze (np. Wielka Brytania, Irlandia),
- na podstawie statutu - jako fundusze inwestycyjne/spółki inwestycyjne (np. Wielka Brytania, Irlandia, Holandia, Belgia, Luksemburg).

Niska rozpoznawalność na zagranicznych rynkach finansowych przyjętej w Polsce formy prawnej dla funduszy inwestycyjnych, w szczególności funduszy inwestycyjnych otwartych, które uznawane są za fundusze typu UCITS<sup>58</sup>, może wpływać na niską popularność polskich funduszy inwestycyjnych wśród inwestorów zagranicznych. Przyjęta forma prawna generuje również inne problemy praktyczne wynikające chociażby z braku możliwości obracania zbywanych przez te fundusze jednostek uczestnictwa. W konsekwencji fundusze te nie mogą być notowane na giełdzie papierów wartościowych, w tym jako popularne na innych rynkach ETF-y.

Powyższe uzasadnia stworzenie w krajowym porządku prawnym dodatkowej formy prawnej dla prowadzenia działalności wspólnego inwestowania, która odpowiadałaby standardom przyjętym na najbardziej rozwiniętych rynkach funduszy inwestycyjnych. Za formę taką należy przyjąć, niezwykle popularną w innych państwach członkowskich, a zarazem rozpoznawalną również poza terytorium Unii Europejskiej, spółkę inwestycyjną tworzoną na podstawie statutu przyjmująca konstrukcję funduszu SICAV. W szczególności fundusze tego typu są rozpoznawane w prawie następujących państw: Szwajcarii, Włoch, Hiszpanii, Belgii, Malty, Francji oraz Czech, niemniej najbardziej popularną w Unii Europejskiej jurysdykcją do tworzenia funduszy SICAV jest Wielkie Księstwo Luksemburga. Fundusze SICAV charakteryzują się w szczególności tym, że:

- 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.

#### Wprowadzenie standaryzowanych i zautomatyzowanych procesów emisji

Stosowany w Polsce proces emisji papierów wartościowych powinien zostać uproszczony, a jego efektywność podniesiona. W tym celu KNF powinna wprowadzić wystandaryzowane i zautomatyzowane procesy emisji, włączając w to wzory prospektów emisyjnych lub innych dokumentów informacyjnych. Konieczne mogą być również pewne zmiany w obowiązującym prawodawstwie, co opisano w punkcie 4.5.6.

<sup>58</sup> Zgodnie z przepisami dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/UE z dnia 23 lipca 2014 r. zmieniającej dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji (Dz. Urz. UE L 257 z 28.08.2014 r., str.186).

### Eliminacja barier organizacyjnych dotyczących świadczenia usług inwestycyjnych w bankach

Istniejący aktualnie brak możliwości bezpośredniego dostępu banków do obrotu zorganizowanego jest postrzegany przez uczestników rynku finansowego jako jedno z istotniejszych ograniczeń dalszego, harmonijnego rozwoju polskiego rynku kapitałowego, co jest szczególnie ważne w kontekście rosnącej presji konkurencyjnej. Brak aktywnego udziału banków w obrocie zorganizowanym negatywnie wpływa na płynność instrumentów finansowych, utrudniając tym samym prawidłową ich wycenę. Banki dysponują także stosownym zapleczem kapitałowym by pełnić rolę animatorów rynku. Bez zapewnienia bezpośredniego dostępu banków do rynku nie jest także możliwe uruchomienie nowych jego segmentów, takich jak segment listów zastawnych, segment kontraktów terminowych na obligacje, czy też segment transakcji zabezpieczających ryzyko stopy procentowej. Jako przeszkodę w aktywnym uczestnictwie banków na rynku kapitałowym wskazuje się konieczność uzyskania, obok licencji bankowej na podstawie przepisów ustawy – Prawo bankowe, licencji na działalność maklerską. Mając to na uwadze postuluje się dokonanie zmian w przepisach poprzez wprowadzenie tak zwanej jednolitej licencji bankowej, polegającej na objęciu całej działalności inwestycyjnej banków (również w zakresie obrotu zorganizowanego) jednym zezwoleniem na prowadzenie działalności bankowej. Jednocześnie KNF powinna opublikować szczegółowe rekomendacje dotyczące zarządzania konfliktem interesów oraz kontroli informacji w przypadku świadczenia usług inwestycyjnych w bankach. Kwestia ta została szczegółowo opisana w punkcie 4.5.6.

Ponadto, aby zapewnić optymalną konkurencję na rynku, firmy inwestycyjne powinny mieć również możliwość oferowania usług w modelach podobnych do rozwiązań rozwijanych obecnie w bankowości (ang. *Banking as a Service, BaaS* lub *Bank as a Platform, BaaP*). Dotyczy to modeli działalności opartych o partnerstwo z innymi dostawcami usług finansowych i partnerami technologicznymi w celu zapewniania w ten sposób możliwie szerokiego zakresu usług, które odzwierciedlają potrzeby każdego klienta. Jednym z możliwych podejść może być również budowa otwartych interfejsów programistycznych (API) umożliwiających stronom trzecim budowę aplikacji i serwisów wykorzystujących dane lub usługi udostępniane przez tradycyjne instytucje świadczące usługi inwestycyjne, na zasadzie analogicznej do modelu wprowadzonego przez dyrektywę PSD2<sup>59</sup> na rynku usług płatniczych. Takie podejście wpisywałoby się w najnowsze trendy ekonomii opartej o wykorzystanie interfejsów API w celu tworzenia nowych usług i produktów, wykorzystujących dane lub pewne funkcjonalności pochodzące od tradycyjnych dostawców usług finansowych, w celu pobudzenia konkurencji i dostarczania konsumentom, bardziej dopasowanych i tańszych usług – w tym wypadku na rynku kapitałowym.

### Rejestr posiadaczy papierów wartościowych

W Strategii wskazuje się na zasadność zmiany modelu zarządzania relacjami inwestorskimi na polskim rynku kapitałowym, przede wszystkim w celu:

- poprawy zaufania w tej dziedzinie,
- umożliwienia stworzenia regionalnego centrum finansowego dla spółek i przedsiębiorców z Europy Środkowo-Wschodniej,
- poprawy konkurencyjności polskiego rynku,
- stworzenia emitentom możliwości ciągłej interakcji z inwestorami i rozwinięcia relacji inwestorskich, włączając w to opracowanie koncepcji „inwestora-klienta”.

W tym kontekście istotne jest m.in. wypromowanie koncepcji inwestora-klienta, czyli przeważanie osoby fizycznej, inwestującej w polskie papiery wartościowe i będącej zarówno udziałowcem, jak i klientem spółki. Wspieranie takiego modelu z punktu widzenia polskiego rynku kapitałowego oznacza wzmocnienie stabilnego i długoterminowego akcjonariatu. Inwestor-klient cechuje się ponadto tym, że aby zyskać na ofertach proponowanych przez emitentów dla najbardziej lojalnych akcjonariuszy, ukierunkowuje on swoją konsumpcję na produkty danego emitenta, którego akcje posiada. Takie działanie inwestora-klienta może prowadzić do większej rozpoznawalności marki danego emitenta oraz tworzenia programów lojalnościowych przynoszących dodatkową korzyść obu stronom.

<sup>59</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE (Dz. Urz. UE L 337 z 23.12.2015 r., str. 35).



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<sup>60</sup> 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. Należałoby rozważyć również włączenie do powyżej opisywanego rejestru akcji spółek niepublicznych (biorąc pod uwagę prace Ministerstwa Sprawiedliwości w tym zakresie).

### Wprowadzenie ram prawnych dla technologii rozproszonego rejestru (DLT) i pozycjonowania aktywów kryptograficznych na polskim rynku

Należy spodziewać się, że w ciągu najbliższych kilku lat w wyniku regulacji UE nastąpi ujednoczenie pozycjonowania aktywów kryptograficznych, np. papierów wartościowych, nieruchomości itp., z wykorzystaniem technologii rozproszonego rejestru z rozliczeniem do i z walut fiducjarnych lub za pomocą swapów tokenowych. W związku z tym, Rząd powinien przeanalizować możliwości wykorzystania technologii rozproszonego rejestru na rynku kapitałowym. W tym celu proponuje się przeprowadzenie pilotażowego programu krajowego, który mógłby ocenić rozwiązania w odniesieniu do papierów wartościowych spółek prywatnych, z wykorzystaniem zatwierdzonego rozproszonego rejestru (tzw. *permissioned blockchain*), jak również innych rozwiązań (patrz punkt 4.6). Doświadczenie w kwestiach prawnych i operacyjnych związanych z nowymi technologiami, zdobyte jako efekt takiego pilotażowego projektu, mogłoby również stać się pomocne w lobbingu w Brukseli na rzecz rozwiązań odpowiednich dla polskiego rynku, na etapie projektowania nowych unijnych przepisów dotyczących DLT i tokenizacji.

Co więcej, wiele państw rozwiniętych przyjęło już ustawodawstwo dotyczące nowych technologii, między innymi w zakresie wykorzystania technologii rozproszonego rejestru. Należy minimalizować luki regulacyjne w powyższym zakresie przy jednoczesnym umożliwianiu wprowadzania na polski rynek nowych technologii analogicznie do przyjętych rozwiązań w rozwiniętych gospodarczo państwach.

Zgodnie ze standardami przyjętymi w państwach UE, dostawca infrastruktury rynkowej, bank lub firma inwestycyjna, zamierzająca utrzymywać infrastrukturę DLT powinna ubiegać się o licencję nadzorcę. KNF powinna określić szczegółowe warunki techniczne i dotyczące bezpieczeństwa niezbędne do uzyskania przedmiotowej licencji.

## DZIAŁANIA - WDROŻENIE ZASAD I REGULACJI MAJĄCYCH NA CELU ROZWÓJ RYNKU KAPITAŁOWEGO

1. Wprowadzenie ram prawnych i regulacyjnych oraz wytycznych dla nowych lub istniejących produktów i usług.
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
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.

<sup>60</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z dnia 17 maja 2017 r. zmieniająca dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania (Dz. Urz. UE L 132 z 17.05.2017 r., str. 1).



#### 4.4. OBSZAR 4: ZACHĘTY PODATKOWE I ADMINISTRACJA SKARBOWA

Intencją dokumentu jest zapewnienie stosowania konkurencyjnych zachęt podatkowych oraz przeprowadzenie reform, które doprowadzą do zmiany zachowań wśród uczestników rynku kapitałowego. Ponadto w dokumencie zmierza się do podniesienia wpływów podatkowych przy jednoczesnym wdrożeniu usprawnień związanych z e-administracją.

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, 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. Zgodnie z SOR, w SRRK zaplanowano nie tylko modyfikację wysokości różnych podatków, ale również szereg usprawnień w zakresie administracji skarbowej, zwłaszcza w odniesieniu do spółek publicznych i posiadaczy ich papierów wartościowych.

W późniejszych latach realizacji SRRK zespół ds. zarządzania projektem powinien dokonać przeglądu efektywności tych propozycji, a w przypadku ich niepowodzenia, przeprowadzić dodatkowe analizy, a także zbadać szczegółową dokumentację uzyskaną w trakcie realizacji SRRK w celu ewentualnego wypracowania innych propozycji.

Poniższe zmiany w zakresie podatków powinny być wprowadzane ze szczególnym uwzględnieniem stabilności, efektywności i zrównoważenia finansów publicznych, w szczególności z uwzględnieniem wyników z funkcjonowania stabilizującej reguły wydatkowej (SRW) określonej w art. 112aa ustawy o finansach publicznych<sup>61</sup>.

##### 4.4.1. ZACHĘTY PODATKOWE DLA EMITENTÓW

W SRRK przewiduje się aktywne działania na rzecz zwiększenia wartości pozyskanego kapitału i obniżenia jego kosztów dla publicznych emitentów, niezależnie od waluty emisji. Propozycje uwzględniają cały proces pozyskiwania kapitału.

##### Usuwanie istniejących barier podatkowych i wprowadzenie zachęt podatkowych dla emitentów

- **Euroobligacje:** zwolnienie z podatku u źródła odsetek należnych z tytułu euroobligacji dopuszczonych do obrotu na rynkach regulowanych lub wielostronnych platformach obrotu (ASO) w Unii Europejskiej oraz wyeliminowanie barier dotyczących obowiązku przedstawiania certyfikatów rezydencji dla każdego posiadacza obligacji<sup>62</sup>. Takie zwolnienie obniży koszt zaciągania długu przez emitentów obligacji innych niż denominowane w złotych i potencjalnie uczyni z Polski alternatywę dla innych jurysdykcji, w których nie obowiązuje podatek u źródła dla emisji euroobligacji. Dzięki temu polski emitent nie powinien ponosić wyższych kosztów w przypadku pozyskiwania kapitału w walucie obcej w porównaniu do kapitału pozyskiwanego w PLN.
- **Koszty IPO:** wprowadzenie jasnych, wystandaryzowanych i prostych reguł dotyczących odliczeń podatkowych wszystkich kosztów IPO do wysokości 125 proc. poniesionych kosztów, w tym opłat sądowych, notarialnych, giełdowych i innych, które w obecnym stanie prawnym nie podlegają odliczeniu. Ulga podatkowa ma być połączona z maksymalnymi pułapami kosztów podlegających odliczeniu w celu uniknięcia sztucznego zawyżania kosztów doradztwa. Taka zmiana usunęłaby istniejącą obecnie niepewność co do tego, które koszty związane z dopuszczeniem do obrotu stanowią koszt uzyskania przychodu.
- **Programy akcji pracowniczych:** zgodnie z postulatem SOR dotyczącym promowania korzystania z programów akcji pracowniczych, w SRRK przewiduje się zwolnienie zysków ze sprzedaży akcji pracowniczych (w tym programów motywacyjnych dla kadry kierowniczej) z podatku od zysków kapitałowych do określonej wysokości, pod warunkiem że akcje będą sprzedane dopiero po upływie wymaganego minimalnego okresu od

<sup>61</sup> Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2017 r. poz. 2077 z późn. zm.).

<sup>62</sup> Zmiana ta została wprowadzona ustawą z dnia 23 października 2018 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy – Ordynacja podatkowa oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 2193).

ich przyznania. Zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych byłoby dopuszczalne jedynie wtedy, gdy pracownik pozostaje w spółce, z zastrzeżeniem pewnych wyjątków (np. śmierci lub udokumentowanych trudności z powodu okoliczności medycznych). Na etapie implementacji zostanie określony roczny limit ulgi dla jednego podatnika oraz minimalny okres utrzymywania akcji lub udziałów, który uprawniałby do zwolnienia. Programy akcji pracowniczych mogą przyczynić się do osiągnięcia szybszego rozwoju spółki i wyższego wzrostu gospodarczego ogółem, ponieważ wprowadza motywację spójną z motywacją akcjonariuszy, przyczyniając się do wzrostu całkowitych wpływów podatkowych od emitentów (wyższy CIT, VAT, podatki związane z wynagrodzeniami, podatki od dywidend). Warto również podkreślić, że powyższa propozycja dotyczy wyłącznie programy oferujące rzeczywiste akcje, nie zaś opcje na akcje.

- **Obligacje rozwojowe:** w celu zrealizowania postulatu SOR dotyczącego poprawy płynności instrumentów finansowych dla finansowania inwestycji, Ministerstwo Finansów rozważy wprowadzenie preferencji podatkowych dla obligacji rozwojowych. Celowość wprowadzenia takiego rozwiązania jest szerzej opisana w punkcie 4.5.3.

#### 4.4.2. ZACHĘTY PODATKOWE DLA INWESTORÓW

##### 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.
- **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 zarówno lokalnych jak i zagranicznych inwestorów oraz emitentów do polskiego rynku kapitałowego. Podczas fazy implementacyjnej Strategii zostanie określony limit kwotowy uprawniający do stosowania obniżki podatku.
- **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.

#### 4.4.3. ZWOLNIENIE Z PODATKU OD NIEKTÓRYCH INSTYTUCJI FINANSOWYCH

Analiza przeprowadzona na potrzeby sporządzenia niniejszego dokumentu wykazała, że podatek od niektórych instytucji finansowych w obecnym kształcie może:

- zniekształcać ceny na krajowym rynku obligacji sprzedawanych/skupowanych w transakcjach bezwarunkowych, szczególnie na przełomie miesiąca,
- przyczyniać się do zdobycia przez zagraniczne banki przewagi konkurencyjnej (cennej) względem banków krajowych i zmuszać je do pokrycia pozycji krótkich, zmieniając w nienaturalny sposób ich strategię handlowe na korzyść zagranicznych podmiotów.

W związku z powyższym, proponuje się zwolnienie z podatku środków otrzymanych w wyniku transakcji repo pod warunkiem, że transakcje te zostaną przeprowadzone na unijnym rynku regulowanym lub ASO, rozliczone za pośrednictwem CCP działającego na podstawie przepisów rozporządzenia EMIR<sup>63</sup> i zakontraktowane w oparciu o standardową dokumentację GMRA. Wprowadzenie takiego zwolnienia powinno pomóc w rozwoju rynku repo dla transakcji z terminem rozliczenia powyżej 1

<sup>63</sup> Przy założeniu, że CCP uzyska rozszerzenie licencji (dla rozliczania transakcji repo w ASO) w ciągu jednego roku od wdrożenia SRRK.

tygodnia i ograniczyć spready. Zwolnienie to nie powinno mieć zastosowania do transakcji typu buy-sell-back.

W miarę postępu wdrażania SRRK, należy rozważyć, czy inne klasy aktywów promowane w ramach SRRK, takie jak obligacje rozwojowe, będące przedmiotem transakcji repo, również nie powinny zostać zwolnione z podatku od niektórych instytucji finansowych.

#### 4.4.4. USPRAWNIEŃ W ZAKRESIE ADMINISTRACJI SKARBOWEJ I INNE ZMIANY PODATKOWE

W celu zagwarantowania spójności z SOR oraz minimalizowania kosztów ogólnych związanych z zapewnieniem przestrzegania obowiązku podatkowego i poborem podatków, w SRRK przewiduje się następujące propozycje.

**Usprawnienia w zakresie administracji skarbowej dla spółek notowanych na giełdzie i pozostałych uczestników rynku**

- Centralizacja procesów obsługi skarbowej w wyspecjalizowanych urzędach skarbowych dla emitentów w celu zapewnienia spójnej i jednolitej obsługi tych podmiotów.

**Inne zmiany w systemie skarbowym:**

- Usunięcie różnic w traktowaniu podatkowym obligacji wyemitowanych przed i po 2015 r. dla podmiotów prowadzących rachunki papierów wartościowych i rachunki zbiorcze w celu zapewnienia administracyjnej wydajności.

#### DZIAŁANIA - OPODATKOWANIE

##### 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,
- zmniejszona stawka podatku dochodowego od dywidend w przypadku inwestycji długoterminowych.

##### 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.).

#### 4.5. OBSZAR 5: STRUKTURA RYNKU:

Jednym z celów SRRK jest zaproponowanie rozwiązań dotyczących struktury rynku i mających zapewnić jego konkurencyjność względem najlepiej rozwiniętych rynków europejskich, wzrost jego skali, poprawę efektywności oraz ekspansję międzynarodową.

SRRK będzie implementowana w bliskiej współpracy z uczestnikami rynku w celu obniżenia kosztu kapitału, osiągnięcia maksymalnej płynności i stworzenia nowych segmentów rynku.

#### 4.5.1. RYNEK AKCJI

Celem dla rynku akcji jest zwiększenie konkurencyjności, poprawienie jego efektywności oraz wprowadzenie usprawnień w sferze administracyjnej.

Założone cele będą mogły zostać osiągnięte pod warunkiem, że rynek pierwotny stanie się znacznie bardziej dostępny i atrakcyjny dla przeciętnego potencjalnego uczestnika. Obecnie połączenie takiego kapitału dostarczanego przez banki i aktywnego rynku private equity skutkuje wycofaniem z rynku emitentów publicznych oraz sprawia, że publiczny rynek akcji będzie najmniej atrakcyjną opcją dla niektórych spółek, ich założycieli i inwestorów.

Co do zasady, niezbędna jest reorganizacja w zakresie notowania akcji MŚP w celu podniesienia ich atrakcyjności. Należy znacznie skrócić czas potrzebny na pozyskanie kapitału i obniżyć związane z tym koszty, zaś sam proces dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym przez jego zautomatyzowanie musi stać się bardziej przewidywalny, pozwalając na osiągnięcie założeń dotyczących poziomu usług publicznych. Oznacza to wprowadzenie wskazanych niżej usprawnień.

##### Inicjatywy dotyczące rynku pierwotnego koordynowane przez Rząd we współpracy z KNF i przedstawicielami branży

Rynek pierwotny jest najważniejszym segmentem rynku kapitałowego, ponieważ wpływa na pozostałe segmenty i uczestników rynku oraz finansuje gospodarkę realną. Zespół ds. zarządzania projektem SRRK powoła w ramach RRRF grupę roboczą ds. rynku pierwotnego w celu zaproponowania rozwiązań w następujących obszarach:

- **Prospekt emisyjny:** uzgodnienie wzoru prospektu emisyjnego obejmującego:
  - części, które mogą zostać wystandaryzowane, a następnie podlegać automatycznej ocenie przez KNF (w zakresie standardowych treści),
  - wykorzystanie iXBRL dla danych finansowych zawartych w prospektach emisyjnych, tak by prospekty w języku polskim mogły być odczytywane maszynowo, niwelując w ten sposób bariery językowe,
  - wzór prospektu w języku angielskim,
  - wymogi odnośnie prospektów dotyczących stokenizowanych instrumentów finansowych.
- **Dystrybucja:**
  - współpraca GPW i PAIH w celu ustanowienia przedstawicieli polskiego rynku kapitałowego za granicą i przyciągnięcia zagranicznych inwestorów oraz emitentów na polski rynek,
- **Struktura rynku:**
  - ocena potencjału dla trójstopniowej struktury rynku (rynek główny, rynek MŚP oraz rynek dla przedsiębiorstw debiutujących w sektorze). Taka struktura została z powodzeniem wprowadzona w Korei Południowej,
  - dedykowany rynek dla spółek technologicznych, z odrębnymi indeksami, który zapewni optymalną strukturę finansowania dla tzw. czwartej rewolucji przemysłowej oraz rewolucji FinTech w Polsce,
  - stworzenie podstaw prawnych, regulacyjnych i operacyjnych w celu uruchomienia rynków prywatnych funkcjonujących w różnych modelach, przy wykorzystaniu nowoczesnych technologii, np. blockchain, dla uprawnionych kontrahentów, obrót detaliczny *peer-to-peer*. Dotyczy to rynków, na których emitenci będą obecni w formie nowej, uproszczonej spółki akcyjnej, którą będzie można w 100% założyć on-line, bez potrzeby korzystania z usług pośredników i doradców (na podstawie standardowych wzorów), z niskim kapitałem zakładowym lub bez minimalnego opłaconego kapitału zakładowego.
- **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 środków<sup>64</sup>,

<sup>64</sup> Według danych GPW i mBanku w 2016 r. średni koszt IPO wśród polskich spółek w zależności od wartości nowych akcji mieścił się w przedziale 3,2%-12,5%. Dla wartości nowych akcji do 25 mln zł średni koszt IPO wyniósł 12,5%, dla emisji o wartości 26-50 mln zł wyniósł on 6,2%. Najniższy koszt pozyskania kapitału, wynoszący 3,2% charakteryzował emisje o wartości 51-100 mln zł. Z kolei dla emisji o wartości 101-200 mln zł oraz

- **Dematerializacja i rejestracja:**

- utworzenie rejestrów spółek niepublicznych (instrumenty kapitałowe i dłużne) w formie zdematerializowanej, prowadzone po przystępnych cenach dla użytkowników,
- 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 prowadzeniu 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”.

- **Efektywność:** wyeliminowanie niepotrzebnych lub nieskutecznych procesów administracyjnych, np.:

- stworzenie umów szczegółowych warunków świadczenia usług dla zatwierdzania prospektu emisyjnego. Umowy te powinny dotyczyć zarówno doradców/sponsorów jak i KNF. Doradcy i sponsorzy muszą zaprezentować ostateczną wersję standardowego prospektu emisyjnego oraz uczestniczyć w praktycznych warsztatach na koniec każdego procesu IPO. KNF musi zautomatyzować dużą część procesu zatwierdzania prospektów, korzystać z trybu śledzenia zmian w dokumentach, jak również z bazowych arkuszy kalkulacyjnych Excel prezentowanych przez emitentów oraz, w niektórych przypadkach, zapewniać szkolenia i nakładać kary pieniężne na doradców/sponsorów, którzy nie spełniają standardów,
- 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.

### Inicjatywy w zakresie rozwoju rynku podejmowane przez podmioty infrastruktury rynku

Zespół ds. zarządzania projektem SRRK powoła grupę roboczą ds. rynku pierwotnego, która będzie multidyscyplinarnym zespołem ekspertów reprezentujących uczestników rynku mających za zadanie prowadzenie analiz i identyfikowanie rozwiązań dotyczących między innymi następujących kwestii:

- **Compliance i ochrona konsumentów**

- zgodnie z tym, co wskazano w punkcie 4.3.2. potrzebne jest współdziałanie uczestników rynku finansowego i Rządu na rzecz zachowywania zasady proporcjonalności w regulacjach unijnych. Szczególnie dotyczy to sankcji wprowadzonych rozporządzeniem MAR. Ponadto, konieczne jest zapewnienie emitentom (i potencjalnym emitentom) przez KNF, GPW i właściwe stowarzyszenia branżowe materiałów informacyjnych i szkoleń, które w pełni wyjaśniałyby stan prawny i eliminowały wszelkie niejasności.
- na rynku MŚP należy uaktualnić zasady tak, by obejmowały obowiązki w zakresie niezbędnych umiejętności i należytej staranności, także w odniesieniu do autoryzowanych doradców, a nie wyłącznie emitentów.
- KNF powinna przeprowadzić przegląd całego rynku oraz jego weryfikację w zakresie compliance aby móc ocenić, czy zasady najlepszego wykonywania są należycie egzekwowane, w tym w zakresie gotowości do fragmentacji rynku kapitałowego.

- **Rynek wtórny:** aby móc skutecznie konkurować z zagranicznymi alternatywnymi systemami obrotu (ASO) polski wtórny rynek akcji musi stać się między innymi bardziej efektywny i zdywersyfikowany, dlatego:

- GPW powinna wdrożyć nowe technologie wspierane przez uczestników rynku w celu osiągnięcia (a) pozytywnych efektów zewnętrznych sieci, (b) ulepszonych modeli struktury rynku („dark pools”, „lit trading”, okresowe aukcje) oferujących wyższą jakość wykonywania zleceń (nowe typy zleceń), (c) mniejszych spreadów. Ta zmiana pozwoli na poprawienie jakości wykonywania zleceń, co przełoży się na obniżenie opłat dla uczestników i zwiększenie płynności. Jest to niezbędne w kontekście bardzo dużej konkurencji międzynarodowej.

---

powyżej 200 mln zł koszt IPO wyniósł odpowiednio 3,8 proc oraz 5,1% Zob. GPW, *The main market. An issuer's guide to listing on the Warsaw Stock Exchange*, 2017.



- doświadczenie rozwiniętych giełd zagranicznych pokazuje, że kluczowym czynnikiem sukcesu w odniesieniu do płynnych rynków jest dostęp do dużej społeczności uczestników oraz bardziej heterogeniczna grupa pośredników i inwestorów. Można to osiągnąć przez dalszy naturalny wzrost i celowe środki stymulujące. Grupa docelowa powinna obejmować, m.in.:
  - pośrednictwo *buy-side* poprzez bezpośredni dostęp do rynku (DMA) lub dostęp sponsorowany – obecnie na polskim rynku udział DMA jest niski, ponadto brakuje dostępu sponsorowanego,
  - działalność *sell-side* (działanie na rachunek własny, market-making) - obecnie jest to mały segment rynku,
  - użytkowników korzystających z handlu algorytmicznego,
  - aktywnych inwestorów detalicznych.
- należy dążyć do obniżania opłat w każdym obszarze rynku i zadbanie żeby obniżki te przełożyły się przede wszystkim na redukcję opłat dla inwestorów indywidualnych. Powinno to sprzyjać wzrostowi skali i przyciągnięciu wysoce zautomatyzowanych pośredników na rynek.

W tym kontekście w sferze usług inwestycyjnych należy również przeanalizować możliwość zastosowania rozwiązań analogicznych do tych przyjętych w dyrektywie PSD2 w celu stymulowania dostępu do rynku dla podmiotów typu FinTech.

- 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 transakcje na rachunek własny (ang. *proprietary trading*).
- MF we współpracy z KNF określi do końca 2020 roku krajowe regulacje dla produktów jak dotąd nieistniejących na polskim rynku a popularnych na najbardziej rozwiniętych rynkach kapitałowych, w tym dla funduszy ETF i produktów strukturyzowanych notowanych na rynku lokalnym. Pożyczki papierów wartościowych (SLB) muszą być dostępne lokalnie, aby można było konkurować z usługami zagranicznymi, m.in. konkurencyjną ofertą ze strony GPW/KDPW i KDPW\_CCP, licencjonowaną przez KNF zgodnie z jasnymi wytycznymi i regulacjami dotyczącymi krótkiej sprzedaży. W celu umożliwienia rozwoju nowych funduszy ETF i instrumentów pochodnych, GPW musi również wprowadzić szereg dodatkowych produktów opartych na indeksach (z niskimi mnożnikami, by były konkurencyjne wobec kontraktów CFD oraz FX), które lepiej oddają strukturę prywatnego sektora gospodarki. Taka dywersyfikacja produktów zwiększy płynność dzięki efektom mnożnikowym (oraz pomoże w obniżeniu opłat dla podstawowych produktów), co jednocześnie będzie bardzo korzystne dla PPK w kontekście zabezpieczania przed ryzykiem rynkowym.

## DZIAŁANIA - STRUKTURA RYNKU – AKCJE

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 postanowień rozporządzenia MAR i lobbings na poziomie UE,
  - nałożenie obowiązku dochowania należytej staranności przez autoryzowanych doradców na rynku MŚP,
  - egzekwowanie obowiązków w zakresie najlepszego wykonywania (ang. *best execution*).
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,



- 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,
- 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 roku krajowych regulacji dla produktów jak dotąd nieistniejących na polskim rynku a popularnych na najbardziej rozwiniętych rynkach – w tym ETF.

#### 4.5.2. SKARBOWE PAPIERY WARTOŚCIOWE I TRANSAKCJE TYPU REPO

W odniesieniu do instytucjonalnego rynku skarbowych papierów wartościowych i transakcji repo celem jest wyeliminowanie zakłóceń rynku i znaczne zwiększenie wolumenu transakcji zawieranych poprzez kanały elektroniczne, przy niższych kosztach transakcyjnych, z zastosowaniem reguły najlepszego wykonywania zleceń. Konieczne jest dalsze wzmocnienie rynku skarbowych papierów wartościowych, zarówno w zakresie transakcji bezwarunkowych, jak i repo (bez transakcji typu buy-sell back). Powinny one być m.in. zawierane na wystandaryzowanej dokumentacji (na przykład dla repo - zgodnej z GMRA<sup>65</sup>) oraz rozliczane w CCP<sup>66</sup>. Wzmocnienie tego segmentu rynku powinno zapewnić, że proces formowania cen przekłada się na obniżenie kosztu kapitału (przez możliwość zastosowania efektywnych benchmarków, na przykład opartych na rynku repo).

W zakresie rynku skarbowych papierów wartościowych przyjmuje się następujące główne założenia:

1. w przypadku rynków instytucjonalnych, infrastruktura transparentnej elektronicznej platformy obrotu dla transakcji obligacjami nie posiada na tyle elastycznych funkcjonalności, aby zapewnić wystarczający poziom atrakcyjności dostępnych na platformie cen. Zawężenie spreadów i większa płynność o wysokiej transparentności są niezbędne dla obniżenia ukrytych kosztów na rynku,
2. podatek od niektórych instytucji finansowych może mieć zaburzający wpływ na rynek transakcji typu repo, powodując tym samym odstępstwo profilu polskiego rynku od porównywalnych rynków UE oraz *de facto* uprzywilejowanie zagranicznych dealerów i inwestorów instytucjonalnych,
3. dla transakcji typu repo obserwowany jest niski poziom wykorzystywania kompresji i technik ograniczania ryzyka dla zmniejszania ryzyka kontrahenta i ryzyka kosztów zastąpienia, takich jak centralne rozliczanie w CCP. Na polskim rynku transakcji repo ryzyko kontrahenta zwiększane jest przez brak standardowej dokumentacji kontraktowej oraz brak wystandaryzowanych produktów, co miałyby również wpływ na opóźnienia w przypadku przedterminowego zakończenia transakcji w sytuacji niewypłacalności stron kontraktu. Ponadto, działania na rzecz rozwoju rynku repo mogą być istotne z punktu widzenia konieczności dostosowania polskich wskaźników referencyjnych do wymogów unijnego rozporządzenia dotyczącego wskaźników referencyjnych stosowanych w instrumentach finansowych (tzw. *Benchmark Regulation*)<sup>67</sup>. Istotnie, jednym z potencjalnych rozwiązań mających na celu dostosowanie polskich indeksów do wskazanych przepisów może być wykorzystanie wskaźnika opartego o transakcje typu repo.

<sup>65</sup> Globalna umowa ramowa dla transakcji repo (ang. *Global Master Repurchase Agreement*, GMRA) w celu ujednolicenia standardów dokumentacji (dla transakcji transgranicznych, lokalnych transakcji międzybankowych i transakcji buy-side), co jest niezbędne dla centralnego rozliczania - lokalny rynek powinien przyjąć albo „czystą” dokumentację GMRA, albo wypracować (we współpracy z International Capital Market Association - ICMA) lokalne aneksy do GMRA wprowadzające niezbędne lokalne rozwiązania (tak zrobiono w przypadku „Russian GMRA Annex”, „Italy GMRA Annex”, itd.).

<sup>66</sup> Zakładając, że CCP uzyska rozszerzenie licencji (dla rozliczania transakcji repo na ASO) w ciągu 1 roku od wdrożenia SRRK.

<sup>67</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru

W zakresie rozwoju rynków skarbowych papierów wartościowych i transakcji repo należy dążyć przede wszystkim do co najmniej równie konkurencyjnego, co na rynku OTC, kształtowania cen i wyszukiwania źródeł płynności na rynku elektronicznym (w zakresie spreadów, głębokości rynku i natychmiastowej dostępności płynności), z transparentnymi cenami papierów wartościowych stanowiącymi wiarygodny punkt odniesienia. Model obrotu skarbowymi papierami wartościowymi oparty na realizacji powyższych celów powinien pozwolić na ewolucję w kierunku osiągnięcia poziomu równego lub przewyższającego międzynarodowych standardów.

#### 4.5.2.1. Potencjalne rozwiązanie - struktura rynku skarbowych papierów wartościowych

Przewiduje się utworzenie grupy roboczej, której głównym zadaniem będzie wypracowanie modelu rynku, który powinien gwarantować przede wszystkim, iż sposób kształtowania cen na omawianym rynku będzie korzystny dla ogólnie pojętego interesu publicznego. Ponadto ze względu na przewidywaną w modelu interakcję pomiędzy rynkiem elektronicznym i obrotem na rynku OTC, zapewniającą większą konkurencyjność, struktura rynku powinna korzystnie wpłynąć na dostępność źródeł płynności. Oznacza to, że monitorowane będą efekty zmian wprowadzonych przez MF w ostatnich dwóch latach oraz planowanych do wprowadzenia od początku 2019 r. w systemie Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW), w szczególności w kontekście sprawności procesu kształtowania cen oraz wyszukiwania źródeł płynności. Modyfikacje te były odpowiedzią na zmieniające się otoczenie rynkowe i polegały na uproszczeniu obowiązujących dotychczas reguł przy równoczesnym zwiększeniu wagi kluczowych aspektów systemu. Odrzucono formułę konkursu jako sposobu wyłaniania DSPW, nadano bezterminowy charakter funkcji DSPW, uproszczono zasady weryfikacji wypełniania obowiązków przez DSPW, jak i warunki ubiegania się o funkcję DSPW. Wybór kontrahenta dla Ministerstwa Finansów do przeprowadzania indywidualnych operacji finansowych został jeszcze bardziej uzależniony od wyników osiąganych przez DSPW. Od początku 2019 r. wprowadzono dla DSPW możliwość zakupu dodatkowej obligacji bezpośrednio po każdym przetargu sprzedaży po minimalnej cenie ustalonej na tym przetargu, przy uzależnieniu wielkości dodatkowych zakupów od zajmowanego miejsca w rankingu w celu zwiększenia roli rankingu DSPW i konkurencji między bankami, w tym w realizacji obowiązków na rynku elektronicznym. Uproszczono także procedurę przetargu zamiany obligacji skarbowych poprzez ustalanie jednej minimalnej ceny zamiany, niezależnie od obligacji odkupywanej, co zapobiegać będzie zakłóceniom rynku wywoływanym istnieniem różnych cen.

Ponadto, model rynku będzie zakładał, że:

1. rynek będzie oferować zgodny z rozporządzeniem MiFIR<sup>68</sup> reżim transparentności przed- i post-transakcyjnej z odpowiednimi zwolnieniami i odroczeniami faworyzującymi regularne dostarczanie płynności,
2. transakcje w systemach obrotu powinny wykorzystywać transparentne mechanizmy składania i realizacji zleceń, wykorzystujące konkurencyjne funkcjonalności i współdziałające modele oparte na zasadach „dark pools” (tzn. nie objęte wymogiem przejrzystości) i „lit trading” (tzn. objęte wymogiem przejrzystości), z wykorzystaniem transparentnych arkuszy zleceń, różnorodnych lub wybranych wielostronnych narzędzi wykrywania cen i płynności, np. RF(C)Q/RFQ/IoI, z zaangażowaniem wszystkich tych narzędzi łącznie, oraz z wykorzystaniem różnorodnych algorytmów łączenia zleceń, w tym rozwiązania przybliżonego dopasowania (ang. *fuzzy match*)<sup>69</sup>,

wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz. Urz. UE L 171 z 29.06.2016 r., str. 1).

<sup>68</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, str. 84)

<sup>69</sup> Systemy obrotu powinny wdrożyć funkcjonalności, m.in. click-to-trade, pozwalające na skuteczne konkurowanie z zagranicznymi podmiotami, w szczególności brokerami głosowymi, zarejestrowanymi w ramach MiFID II jako OTF. Funkcjonalności te powinny obejmować m.in. wykorzystanie w pewnym zakresie obrotu wyłączzonego z wymogu przejrzystości przed-transakcyjnej (tzw. „dark trading”; przy czym wymagana jest decyzja KNF w zakresie odpowiednich wyłączeń), elastyczne typy zleceń, np RFQ/RF(C)Q/ IoI (*Request for Quote*, umożliwiające uzyskanie kwotowania od określonego market-maker, *Request for Competitive Quote* umożliwiające uzyskanie kwotowania przez stronę pytającą od kilku konkurujących ze sobą market-makerów, *Indication of Interest*, t.j. wskazanie warunkowego, niewiążącego zainteresowania zakupem/sprzedażą papieru wartościowego), z wykorzystaniem różnorodnych algorytmów łączenia zleceń, w tym rozwiązania przybliżonego dopasowania (ang. *fuzzy match*), umożliwiające łączenie zleceń o zbliżonych parametrach, w granicach tolerancji wskazanych przez uczestników.

3. Komisja Nadzoru Finansowego wzmocni nadzór nad rynkiem w zakresie realizacji transakcji. Wszystkie potencjalne transakcje klientowskie zawierane na rynku OTC/OTF lub na rynku elektronicznym podlegające wymogowi najlepszego wykonywania zleceń wynikającemu z dyrektywy MiFID II, powinny być weryfikowane w zakresie warunków wykonania (m.in. ceny) w innym segmencie rynku, aby zapewnić najlepsze wykonywanie zleceń, zarówno w środowisku „lit trading” jak i „dark pools”. Dotyczy to w szczególności transakcji, które dotychczas były tradycyjnie zawierane na rynku OTC,
4. jakość najlepszego wykonywania zleceń transakcji powinna być weryfikowana przez organ nadzoru przy pomocy narzędzi analizy kosztów transakcyjnych (ang. *Transaction Cost Analysis*, TCA), które mogłyby stać się częścią modeli handlu algorytmicznego,
5. dane transakcyjne będą wykorzystywane dla celów obliczania wskaźników oraz statystyki udziału w rynku/jakości, publikowanych w zanonimizowanej formie w celu promowania konkurencyjności,
6. zasady dotyczące DSPW będą brały pod uwagę promocję płynnego i przejrzystego rynku elektronicznego, tak aby stanowił on wiarygodne odniesienie dla wszystkich uczestników rynku SPW i przyczyniał się do obniżenia kosztu finansowania Skarbu Państwa, a w konsekwencji również innych niż Skarb Państwa podmiotów.

MF będzie współpracowało z podmiotem prowadzącym rynek elektroniczny i interesariuszami w celu osiągnięcia optymalnej struktury tego segmentu rynku. Po wprowadzeniu odpowiednich zmian infrastruktura będzie mogła również być wykorzystana do poprawienia transparentności rynku obligacji korporacyjnych (zarówno publicznych, jak i niepublicznych).

#### 4.5.2.2. Potencjalne rozwiązania - struktura rynku transakcji repo

Proponowana w SRRK struktura rynku dla transakcji repo powinna uwzględniać następujące elementy:

1. zasady dotyczące podatku od niektórych instytucji finansowych powinny być zmodyfikowane tak, by zagwarantować ich neutralność dla transakcji repo. W celu uzyskania zwolnienia z podatku od niektórych instytucji finansowych transakcje powinny być:
  - zawierane na podstawie standardowej dokumentacji GMRA, a w przypadku możliwości rozliczania transakcji repo przez kontrahentów centralnych, standardowa dokumentacja zostanie przyjęta przez kontrahentów centralnych, tak aby CCP, jako podmiot dokonujący nowacji, również zawierał kontrakt według standardów GMRA,
  - zawierane w transparentnych systemach obrotu (rynku regulowanym lub ASO) oraz zapewniające najlepsze wykonywanie zleceń,
  - rozliczane przez kontrahentów centralnych (pod warunkiem rozszerzenia licencji CCP na rozliczanie transakcji rynku regulowanego/ASO).

Uzyskanie zwolnienia z podatku od niektórych instytucji finansowych (zgodnie ze wskazaniem w punkcie 4.4.3.) powinno być oceniane w odniesieniu do indywidualnych transakcji. Oznacza to, że jeżeli przykładowo bank zdecyduje się zawierać transakcje nie spełniając powyższych wymagań, to środki otrzymane w wyniku tych transakcji nie będą podlegać zwolnieniu. Podatek od niektórych instytucji finansowych powinien być skonstruowany w taki sposób, aby promować zachowania minimalizujące powyższe ryzyko systemowe związane z obrotem OTC.

2. zasady podatku CIT powinny zostać zmodyfikowane, tak aby nie zakłócały pożądanego efektu ekonomicznego transakcji (repo nie powinny być traktowane jako dwie niezależne transakcje, co kreuje podlegające opodatkowaniu zyski kapitałowe/straty obu komponentów tej transakcji),
3. transakcje zawierane na rynku (niezależnie od miejsca - na rynku regulowanym lub na rynku OTC) będą mogły być podstawą do wyznaczania indeksów, w tym potencjalnego wskaźnika referencyjnego opartego na stawkach transakcji repo („WRR”),
4. branża powinna uzgodnić i stosować ujednoliconą standardową dokumentację dotyczącą transakcji. Transakcje buy-sell back powinny zostać zastąpione repo - bardziej elastycznymi i zgodnymi ze standardami innych rozwiniętych rynków,
5. interesariusze powinni wypracować dokumentację, która będzie w pełni zgodna z GMRA oraz wykorzystywana dla wszystkich segmentów rynku. Powszechnie akceptowane standardy dotyczące obsługi transakcji, opodatkowania i zarządzania ryzykiem powinny być przyjęte również na zasadzie oddolnej i zatwierdzone przez KNF

6. działalność bankowa na rynku transakcji repo powinna być stymulowana m.in. poprzez zachęcanie uczestników rynku przez KNF do korzystania z transakcji repo jako standardowej transakcji zarządzania płynnością (zamiast niezabezpieczonych depozytów), w tym do korzystania z bardziej zaawansowanych struktur transakcji repo, np. „tri-party repo”.

#### 4.5.2.3. Potencjalne rozwiązania - skarbowe produkty oszczędnościowe dla inwestorów indywidualnych

W celu dalszego wzmocnienia zaufania do rynku finansowego, jak również ułatwienia osiągnięcia celów w zakresie wiedzy na temat rynku wskazanych w SRRK oraz zachęcania inwestorów indywidualnych (w kraju i zagranicą) do inwestowania w bezpieczne produkty oszczędnościowe emitowane przez Skarb Państwa, proponuje się dalszy rozwój detalicznych produktów oszczędnościowych. Zwiększenie skali oszczędności powinno być realizowane poprzez zróżnicowaną ofertę, zachęcającą do stworzenia własnego portfela inwestycyjnego złożonego z papierów o różnym horyzoncie czasowym, różnych zasadach oprocentowania i naliczania odsetek. Paleta możliwości, jaką tworzą skarbowe produkty oszczędnościowe, powinna być szeroka, a dostęp do nich możliwie najprostszy i bezpieczny - dostęp przez bezpieczne kanały, w tym np. Internet i aplikacje mobilne. Powinno być możliwe również szybkie spieniężenie obligacji poprzez opcję przedterminowego wykupu przez Skarb Państwa. Produkty oszczędnościowe powinny cechować prosta konstrukcja - eliminująca złożoność, terminologię oraz cechy „rynku instytucjonalnego”<sup>70</sup>. Zwiększenie wiedzy na temat finansów (działania Rady Edukacji Finansowej), powinno przekładać się na wzrost zainteresowania produktami oszczędnościowymi i wzrost poziomu oszczędności Polaków.

Mając na uwadze już istniejące uwarunkowania, dalszy rozwój rynku powinien uwzględniać możliwość zastosowania rozwiązań polegających na wdrożeniu technologii blockchain. Zasadnym jest aby skarbowe produkty oszczędnościowe spełniały poniższe założenia:

- przystępny marketing z wykorzystaniem środków masowego przekazu,
- kierowane do docelowych grup inwestorów indywidualnych, w przypadku których edukacja w zakresie rynku finansowego jest najistotniejsza. Definicje grup docelowych i kanałów powinny być spójne z głównym celem produktu (edukacja w zakresie rynku finansowego). Zaznajomienie inwestorów z bezpiecznymi, przystępnymi wspieranymi przez Rząd produktami oszczędnościowymi, powinno dać tym inwestorom dobre podstawy do inwestowania w inne instrumenty finansowe oferowane przez pośredników, w tym domy maklerskie, fundusze inwestycyjne i banki,
- kierowane również do Polaków żyjących za granicą,
- łatwy, bezpieczny dostęp, w tym przez Internet i np. przez bezpieczną aplikację mobilną,
- do rozważenia prosta weryfikacja KYC/AML w aplikacji mobilnej,
- rozważenie tokenizacji produktu,
- minimalna inwestycja - 100 PLN,
- natychmiastowa wypłata środków z wykupywanych obligacji,
- niskie ewentualne opłaty za wcześniejszy wykup,
- utrzymanie braku prowizji za transakcje.

Intencją jest, aby powyższa infrastruktura stworzyła dodatkowy kanał komunikacji Rządu z obywatelami i Polakami żyjącymi za granicą, w przypadku których potencjał jest w dużej mierze niewykorzystany.

### **DZIAŁANIA - STRUKTURA RYNKU – SKARBOWE PAPIERY WARTOŚCIOWE I TRANSAKcje REPO**

1. Zaawansowane mechanizmy kształtowania cen i wyszukiwania płynności dzięki wykorzystaniu nowych i konkurencyjnych technologii przez podmiot prowadzący rynek elektroniczny.

<sup>70</sup> Kierunki rozwoju tego segmentu powinny być podporządkowane celowi Strategii zarządzania długiem tj. minimalizacji kosztów obsługi w długim terminie przy ograniczeniach na ryzyko.

2. Skarbowe produkty oszczędnościowe kierowane do inwestorów indywidualnych (w kraju i Polaków żyjących za granicą):
  - bardzo proste produkty pozbawione barier promujące oszczędzanie i wiedzę z zakresu rynków finansowych,
  - aplikacja mobilna zwiększająca atrakcyjność kanałów dystrybucji obligacji skarbowych.

#### 4.5.3. OBLIGACJE ROZWOJOWE I KOMUNALNE

W perspektywie następnych kilkunastu lat konieczna jest dywersyfikacja i zwiększenie dostępu do źródeł finansowania dla największych i najistotniejszych z punktu widzenia rozwoju gospodarczego projektów infrastrukturalnych.

W tym celu konieczna jest analiza możliwości zwiększenia wykorzystania obligacji komunalnych. Wprowadzone zostaną również obligacje rozwojowe, które pozwolą na stworzenie alternatywnego źródła finansowania infrastruktury regionalnej i ogólnokrajowej.

Działania w tym zakresie będą poprzedzone opracowaniem studium wykonalności, które należy w szczególności skonsultować z inwestorami instytucjonalnymi poszukującymi instrumentów finansowych o długim horyzoncie inwestycyjnym. W powyższych pracach powinny uczestniczyć również instytucje takie jak między innymi Ministerstwo Inwestycji i Rozwoju, Ministerstwo Infrastruktury, Bank Gospodarstwa Krajowego (jako emitent obligacji infrastrukturalnych w imieniu Krajowego Funduszu Drogowego), Polski Fundusz Rozwoju (jako inwestor w lokalne i krajowe projekty infrastrukturalne). Rozwiązania powinny zostać opracowane biorąc pod uwagę konieczność stworzenia instrumentów atrakcyjnych z punktu widzenia inwestorów zagranicznych, w szczególności w kontekście zmian w zakresie opodatkowania euroobligacji i innych planowanych działań. Rozwiązania dotyczące finansowania euroobligacji mogą być przedmiotem zainteresowania w kontekście planowanych dużych projektów infrastrukturalnych, na przykład inicjatywy „Trójmorza” i innych dużych projektów planowanych w Polsce. Obligacje rozwojowe mogą być istotnym instrumentem finansowania polskich potrzeb w zakresie rozwoju infrastruktury w przyszłości. Zachęta podatkowa dla emisji obligacji rozwojowych została opisana w punkcie 4.4.1.

#### DZIAŁANIA - STRUKTURA RYNKU – OBLIGACJE INFRASTRUKTURALNE I KOMUNALNE

1. Analiza możliwości rozwoju finansowania poprzez obligacje komunalne.
2. Wprowadzenie obligacji rozwojowych, które będą mogły stać się instrumentem finansowania polskich potrzeb infrastrukturalnych.

#### 4.5.4. OBLIGACJE KORPORACYJNE

Obligacje korporacyjne są istotnym źródłem finansowania dla gospodarki, jednakże z powodu zbyt dużej liczby nieefektywnych rozwiązań, zwłaszcza skutkujących brakiem transparentności informacji o emitentach, konieczne jest wzmocnienie zaufania do rynku niepublicznego. W związku z tym, w procesie wdrażania SRRK należy uwzględnić poniższe rekomendacje.

##### 4.5.4.1. Usprawnienia dotyczące pierwotnego rynku obligacji korporacyjnych

1. Obowiązkowa dematerializacja wszystkich obligacji oraz rozważenie stworzenia rejestru obligacji z pełną informacją o emitentach dostępną dla inwestorów:
  - obowiązkowa dematerializacja wszystkich obligacji oraz wykorzystanie Numeru Identyfikacyjnego Papierów Wartościowych (ISIN) ze względu na wdrożone w listopadzie 2018 roku zmiany regulacyjne. Zmiana ta powinna również zmierzać do wprowadzenia szeregu innych środków poprawiających transparentność rynku<sup>71</sup>,

<sup>71</sup> Zmiany te zostały już wprowadzone w ustawie 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).



- na dalszym etapie należy utworzyć rejestr obligacji, ze standardowymi informacjami na temat obligacji (np. podstawowymi informacjami dotyczącymi emisji), emitentów i terminów płatności odsetek<sup>72</sup>. Rejestr taki powinien gwarantować publiczny dostęp do: (i) informacji o łącznych zobowiązaniach finansowych emitenta, np. obligacjach, kredytach i pożyczkach wszelkiego rodzaju, instrumentach pochodnych, produktach strukturyzowanych, leasingu, faktoringu, (ii) standardowych informacji dotyczących sytuacji finansowej emitenta, w oparciu o zaproponowany poniżej obowiązek zachowania transparentności. Informacje te powinny umożliwić inwestorom dokonywanie oceny ryzyka kredytowego każdego emitenta, szczególnie w sytuacji, gdy nie ma dostępnej żadnej oceny zewnętrznej (ratingu). Ponadto taki rejestr powinien być krokiem w stronę standaryzacji oceny ryzyka kredytowego emitentów obligacji będących MŚP,
- należy zapewnić obowiązek raportowania przez banki, które udzieliły emitentowi kredytów lub pożyczek, zobowiązań finansowych spoczywających na emitencie, w celu zapewnienia kompletności informacji w rejestrze. MF powinien również zdefiniować wymogi w zakresie jakości i terminowości takiego raportowania, by zapewnić aktualność danych na dzień powstania zobowiązania. Należałoby również rozważyć raportowanie informacji na temat finansowania pozyskanego z innych źródeł, a także na temat zadłużenia zaciągniętego przez emitentów poza granicami Polski. Wszystkie powyższe informacje powinny być udostępniane za niewielką opłatą każdemu potencjalnemu inwestorowi lub kredytodawcy.

## 2. Standaryzacja dokumentacji:

- standaryzacja dokumentacji obniża koszty, poprawia i przyspiesza dostęp do rynku oraz zmniejsza ryzyko systemowe, ryzyko kontrahenta i ryzyko prawne. Sprawia również, że inwestorom łatwiej jest zidentyfikować niestandardowe warunki, które generowałyby dodatkowe ryzyko. W związku z tym, polski sektor finansowy (stowarzyszenia emitentów i pośredników) powinien wypracować standardową dokumentację dla emisji obligacji korporacyjnych. Biorąc pod uwagę fakt, że emisje obligacji nie są w pełni ujednolicone, oczekuje się wprowadzenia standardów dla określonych typów emisji. Wiodącą rolę w tym procesie powinny pełnić izby gospodarcze reprezentujące uczestników rynku finansowego. KNF powinna uczestniczyć w pracach nad taką dokumentacją, aby zagwarantować należytą równowagę między prawami i obowiązkami emitenta oraz inwestorów. Standardowa dokumentacja powinna zostać zatwierdzona przez KNF i powinny jej towarzyszyć jasne rekomendacje dotyczące korzystania ze standardów,
- standardowej dokumentacji powinno towarzyszyć przystępne jednostronicowe podsumowanie dotyczące najważniejszych warunków emisji, wszystkich odstępstw od standardowych postanowień oraz poziomu ryzyka generowanego przez takie niestandardowe warunki w porównaniu ze standardowymi emisjami. Takie podsumowanie powinno być wymogiem ustawowym, podobnie jak prezentacja podsumowania inwestorom indywidualnym przed zakupem, w tym wyjaśnienie różnic w dochodzie w porównaniu z inwestycją w aktywa o stopie wolnej od ryzyka.

## 3. Wzmocnienie regulacji dotyczących audytorów:

- należy przeanalizować, czy jest wystarczająco egzekwowany obowiązek należytej staranności w przypadku obecnie obowiązujących zasady dotyczących badania sprawozdań finansowych emitentów obligacji niepublicznych i zasady nadzoru nad audytorami.

W odniesieniu do potrzeby zagwarantowania transparentności w odniesieniu do rynku obligacji korporacyjnych należy rozważyć:

### 1. Zwiększenie dostępu do informacji o emitencie dla inwestorów:

- wszystkie prospekty i niestandardowe informacje dla obligacji korporacyjnych powinny być gromadzone w systemie informacji dostępnym dla uczestników rynku nieodpłatnie lub za rozsądną opłatą.

### 2. Ograniczenie wykorzystania wyceny obligacji według wewnętrznej stopy zwrotu dla nie płynnych obligacji w portfelach funduszy inwestycyjnych:

- zgodnie ze wskazaniem w punkcie 4.3.3., obecnie niektóre fundusze inwestycyjne używają metodologii wewnętrznej stopy zwrotu do wyceny nie płynnych obligacji korporacyjnych, klasyfikowanych jako instrumenty niskiej jakości. Wprowadza to rynek w błąd

<sup>72</sup> Uprawnienie to zostało 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 (Dz. U. z 2018 r. poz. 2243).



i poprzez zbyt wysoką wycenę papierów wartościowych i brak ochrony inwestorów, generuje ryzyko systemowe. Ponadto, takie praktyki mogą nie zachęcać funduszy do wyszukiwania płynnych obligacji, ponieważ ich wycena, a w rezultacie wycena jednostek uczestnictwa funduszy, mogłaby podlegać większym wahanom. MF powinno rozważyć wprowadzenie w odniesieniu do wszystkich obligacji znajdujących się w portfelach funduszy inwestycyjnych wymóg korzystania z metodologii wyceny według wartości rynkowej lub według modelu, który odzwierciedla płynność i profil kredytowy inwestycji zgodnie z międzynarodowymi standardami. Korzystanie z metodologii wyceny według wewnętrznej stopy zwrotu powinno być wyjątkiem, wykorzystywanym na podstawie odpowiedniego uzasadnienia obejmującego pełne ujawnienie różnic względem wyceny według wartości rynkowej lub według modelu wewnętrznej stopy zwrotu.

#### 4.5.4.2. Obligacje korporacyjne - wtórny rynek publiczny

GPW powinna wprowadzić ulepszenia dla platform obrotu instrumentami typu *fixed income* dokonując migracji wszystkich instrumentów tego typu do założonej w pkt. 4.5.2.2 struktury rynku, co zakłada:

- ograniczenie liczby platform obrotu w celu obniżenia kosztów,
- uproszczenie dostępu do rynku (rynków) instrumentów typu *fixed income* niezależnie od tego, czy dostęp zapewniają dealerzy, banki, czy brokerzy udostępniając klientom instytucjonalnym oraz indywidualnym rozwiązania bezpośredniego dostępu do rynku (DMA) i dostępu sponsorowanego,
- ulepszenie mechanizmów kształtowania cen i wyszukiwania źródeł płynności przez dostosowanie ich do bardziej nowoczesnych metod,
- pozyskanie większej liczby zagranicznych inwestorów i pośredników na rynki obligacji poprzez podniesienie atrakcyjności rynku oraz zmianę technologii.

#### 4.5.4.3. Inne usprawnienia dotyczące rynku obligacji korporacyjnych

1. Zmiany regulacji dotyczących zgromadzeń obligatariuszy oraz administratorów zabezpieczeń:
  - zasady dotyczące zgromadzeń obligatariuszy zawarte w ustawie o obligacjach<sup>73</sup>, powinny zostać zrewidowane i uproszczone tak, aby umożliwić efektywny sposób wykonywania przez obligatariuszy swoich praw. Należy również przededefiniować koncepcję administratora zabezpieczeń, który musi przede wszystkim działać na rzecz obligatariuszy. Ponadto, rola administratora nie powinna kończyć się z chwilą, gdy emitent zaprzestanie wypłacania jego wynagrodzenia. Należy również usunąć ryzyko odmiennej interpretacji prawnej w kwestii tego, czy składniki majątkowe znajdujące się pod kontrolą takiego administratora zabezpieczeń na rzecz obligatariuszy podlegają zajęciu przez syndyka masy upadłościowej upadłego administratora zabezpieczeń. Dodatkowo należy wyjaśnić, czy administrator zabezpieczeń może akceptować w imieniu obligatariuszy dobrowolne oświadczenia o poddaniu się egzekucji.
2. Egzekwowanie zasad dyrektywy MiFID II dotyczących pośredników:
  - praktyki pośredników podlegające przepisom dyrektywy MiFID II dotyczące ochrony inwestorów indywidualnych powinny być szczególnie starannie weryfikowane przez organ nadzoru. Weryfikacja ta powinna dotyczyć np. zasad najlepszego wykonywania zleceń, konfliktu interesów i badania odpowiedności. Należy również rozważyć publikację zestawienie dobrych i złych praktyk pośredników w powyższym zakresie.
3. Weryfikacja przepisów uniemożliwiających bankom prowadzenie emisji publicznych:
  - na podstawie obecnie obowiązujących przepisów banki nie mogą prowadzić emisji publicznych. Biorąc pod uwagę ich bliski związek z emitentami (ze względu na udzielane kredyty, prowadzenie rachunków i realizację płatności) oraz fakt, że są często tak zwaną instytucją pierwszego kontaktu dla potencjalnych emitentów, ograniczenie to może zachęcać banki do organizowania emisji niepublicznych zamiast przekazywania klientów firmom inwestycyjnym w celu zorganizowania oferty publicznej. W rezultacie, powyższe

<sup>73</sup> Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz. U. z 2018 r. poz. 483, 2243).

ograniczenie przyczynia się do zmniejszenia transparentności rynku i obniżenia jakości dostępnych dla inwestorów informacji. W związku z tym, należy usunąć barierę organizacyjną dla banków w zakresie świadczenia usług inwestycyjnych (więcej szczegółów opisano w części 4.5.6).

#### **DZIAŁANIA- STRUKTURA RYNKU – OBLIGACJE KORPORACYJNE**

- 1.** Usprawnienia w zakresie ochrony konsumentów na niepublicznym rynku pierwotnym:
  - obowiązkowa dematerializacja w KDPW,
  - 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,
  - 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.

#### **4.5.5. INSTRUMENTY POCHODNE**

##### **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 kontrakty na różnice kursowe - CFD, czy kryptowaluty), które nie powinny cieszyć się preferencyjnym traktowaniem regulacyjnym i nadzorczym,
- 2.** jednocześnie, zwiększenie działań edukacyjnych dla inwestorów w odniesieniu do instrumentów pochodnych rynku regulowanego, które podlegają stosownemu reżimowi regulacyjnemu,
- 3.** 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,
- 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.

#### **DZIAŁANIA - STRUKTURA RYNKU – INSTRUMENTY POCHODNE**

- 1.** Podjęcie opisanych w Strategii pięciu działań zmierzających do poprawienia skali i wydajności rynku instrumentów pochodnych.

#### 4.5.5.2. Instrumenty pochodne OTC

Obecnie znaczna część kontraktów pochodnych OTC denominowanych w polskiej walucie rozliczana jest w brytyjskich CCP<sup>74</sup>. W związku z tym, celem SRRK w odniesieniu do instrumentów pochodnych OTC jest odzyskanie ich rozliczenia dla polskiego rynku poprzez wykorzystanie i przetestowanie koncepcji blockchain (rozwiązania biznesowe, IT, prawne), która może potencjalnie zrewolucjonizować strukturę rynku i wyeliminować potrzebę korzystania z usług kontrahentów centralnych w sytuacji braku obowiązku centralnego rozliczania (zgodnie z przepisami rozporządzenia EMIR). Ponadto, taka technologia mogłaby być potencjalnie eksportowana przez Polskę do innych krajów.

Zidentyfikowana potrzeba ulepszenia struktury rynku jest szczególnie istotne w świetle niedającego się przewidzieć wpływu na europejskie rynki opuszczenia przez Wielką Brytanię struktur Unii Europejskiej.

#### 4.5.6. INSTYTUCJE POSREDNICZĄCE

Jednym z celów szczegółowych Strategii jest zdecydowane poprawienie pozycji konkurencyjnej polskich instytucji pośredniczących, szczególnie w zakresie oferowania bardziej zaawansowanych technologicznie usług.

##### 4.5.6.1. Aktualne słabe strony polskich instytucji pośredniczących

Należy stwierdzić, że innowacje w branży domów maklerskich i udział podmiotów zawierających transakcje na rachunek własny (ang. *proprietary trading*) znajdują się na niskim poziomie w porównaniu z zagranicznymi konkurentami oraz usługami bankowymi w Polsce. Jest to o tyle znaczące, gdyż silna pozycja pośredników na najbardziej rozwiniętych rynkach przekłada się zazwyczaj na zwiększenie płynności, dynamizację rynku, a także zwiększa zaufanie uczestników rynku do tych instytucji.

Niska innowacyjność i tym samym konkurencyjność instytucji pośredniczących spowodowana jest wieloma czynnikami, do których należą przede wszystkim:

- **nierównowaga skali:** znaczna liczba funduszy inwestycyjnych oraz pośredników strony sell-side jest zbyt duża w stosunku do wielkości rynku, co obniża siłę indywidualnych firm,
- **brak zrównoważenia modelu usług:** płynne rynki kapitałowego charakteryzuje odpowiednie połączenie różnorodnych modeli obrotu, w tym transakcji na rachunek własny i inwestycji klientowskich. Biorąc pod uwagę polski rynek akcji, istnieje szereg istotnych luk, które należy wypełnić, m.in.:
  - pośrednictwo buy-side poprzez bezpośredni dostęp do rynku (DMA) lub dostęp sponsorowany – obecnie obserwowany jest nieznaczny udział DMA oraz praktycznie brak dostępu sponsorowanego,
  - działalność sell-side (działanie na rachunek własny - market-making) - obecnie jest to niewystarczająco rozwinięty segment rynku,
  - relatywnie nieduża liczba użytkowników korzystających z technologii handlu algorytmicznego,
  - w dużym stopniu nieaktywny obrót detaliczny.
- **niska rentowność:** raportowana niska rentowność w kluczowych sektorach pośrednictwa *sell-side* (a nawet przynosząca straty w obrocie wtórnym na rynkach regulowanych) to skumulowany efekt wielu spostrzeżeń zawartych w niniejszym dokumencie, zwłaszcza dotyczących braku zaufania. Biorąc pod uwagę doświadczenie płynące z lepiej rozwiniętych rynków, uznaje się, że niska rentowność jest skutkiem braku efektu skali, zaś w tym wypadku skala jest zmniejszana przez czynniki takie jak wysokość opłat,
- **wysoka baza kosztowa,** wynikająca z: (a) potencjalnie nadmiernie obojętnej regulacji („gold-platingu”), zwłaszcza w zakresie outsourcingu, (b) wysokich opłat pobieranych przez podmioty infrastruktury rynku, co w połączeniu z wysokimi spreadami (ukryte koszty) skutkuje wysokim poziomem łącznych kosztów i bez wątpienia niższą płynnością, (c) wysokich kosztów (bezpośrednich i pośrednich) związanych ze stosowanymi technologiami, oraz (d) nieefektywności operacyjnych związanych z m.in. obowiązkowym wydzieleniem

<sup>74</sup> NBP, *Raport o stabilności systemu finansowego*, Warszawa, grudzień 2018 r.

organizacyjnym działalności banków na rynku regulowanym akcji od innych usług podlegających reżimowi dyrektywy MiFID II,

- **niepewność wynikająca z historycznego podejścia nadzorczego do niektórych obszarów rynku** (na przykład krótka sprzedaż), która mogła obniżyć skłonność pośredników do rozwoju działalności i inwestowania w nowe technologie.

Dotychczasowy model operacyjny może być nieodpowiedni biorąc pod uwagę długofalowe wyzwania dla branży, np. tak zwany *unbundling* wynikający z dyrektywy MiFID II, potencjalna fragmentacja płynności, Brexit, ryzyko dalszego odpływu inwestorów z rynku oraz rosnąca presja konkurencyjna ze strony zdalnych uczestników giełdy.

#### 4.5.6.2. Zaufanie do instytucji pośredniczących

Wzmocnienie zaufania do instytucji pośredniczących wymaga konsekwentnego podejścia organów regulacyjnych i nadzoru do egzekwowania prawa i tam, gdzie to potrzebne, zaproponowania nowych regulacji. Przewiduje się w tym zakresie poniższe propozycje:

- regulacje dotyczące prowizji, w tym maksymalnych stawek opłat, wykluczające możliwość wprowadzania dodatkowych ukrytych opłat lub opłat transgranicznych. Propozycja zakłada również 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. Konieczne jest stworzenie porównywarki opłat i wyników inwestycyjnych w formie strony internetowej, która będzie prezentować opłaty w stosunku do wyników danego instrumentu finansowego lub produktu. Rozwiązanie to pomoże zwiększyć konkurencyjność w zakresie cen i wyników, zastępując stosunkowo oligopolistyczną lokalną strukturę opłat oraz zwiększyć ochronę inwestorów. Inwestorzy powinni mieć poczucie, że wysokość opłat jest uzasadniona. Jednocześnie opłaty za najmniej skomplikowane produkty powinny być minimalne,
- odpowiedzialność za pobierane prowizje, co zakłada stworzenie reżimu, który będzie przeciwdziałał sytuacji, w której pośrednicy zaliczają prowizje bezpośrednio na poczet zysku i wypłacają premie w momencie wykonania zlecenia klienta, jak również silniejszego związku pomiędzy wynikiem finansowym produktu, wypłacalnością inwestycji i odpowiedzialnością osób pracujących w firmach inwestycyjnych i sprzedających produkty,
- skuteczne i szybkie egzekwowanie prawa przez organ nadzoru. Powyższe działania będą musiały być wspierane prowadzeniem regularnych i dokładnych kontroli firm inwestycyjnych. Przewiduje się również publikowanie regularnych tematycznych analiz rynku opartych na efektach takich badań.

#### 4.5.6.3. Wzrost wartości dla klienta

Jak wskazano wyżej, jednym ze szczegółowych celów SRRK jest osiągnięcie do 2025 roku statusu ogólouropejskich pośredników przez minimum dwie polskie instytucje pośredniczące. Osiągnięcie tego celu powinno umożliwić również zrealizowanie założeń dotyczącego podnoszenia standardów polskiego rynku i zwiększenia skali działalności.

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 uwagę 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 giełdy<sup>75</sup> i wydaje się, że brak zmian w modelu biznesowym pośredników może skutkować dalszą utratą wolumenu na rzecz innych rynków kapitałowych UE.

Inne rozwiązania pozwalające na wzrost wartości dla klienta obejmują stworzenie regionalnego centrum usług w zakresie rynku kapitałowego lub skupienie się na określonych niszach.

Jeżeli branża maklerska wprowadzi zmiany w modelu usług dla klientów, mógłby pojawić się również potencjał sprzedaży związanej takich usług do innych sektorów rynku. Istnieją grupy lokalnych inwestorów portfelowych, jak i polskich inwestorów, zainteresowanych zaawansowanymi rozwiązaniami IT, którzy z wyżej wymienionych powodów mogą zawierać transakcje na innych rynkach, nie zaś na GPW.

Warto również podkreślić, że aby polska branża pośrednictwa mogła się rozwijać, należy wprowadzić nowe usługi doradcze i bardziej zaawansowane modele obrotu. Model zawierania transakcji na rachunek własny na instrumentach kapitałowych i dłużnych powinien zostać uzupełniony usługami dotyczącymi znacznie szerszego spektrum instrumentów, w tym instrumenty pochodne, lokalnie emitowane ETF, produkty strukturyzowane i lokalnie regulowane pożyczki papierów wartościowych. Umożliwi to (a) wyprzedzenie zagranicznych konkurentów i (b) osiągnięcie najlepszego wykonywania zleceń.

Istotnym wsparciem dla pośredników będzie funkcjonowanie na rynku PPK. Jednakże w dalszym ciągu konieczna pozostanie analiza oraz ewentualne modyfikowanie modelu usług, który pozwoliłby na przyciągnięcie inwestorów i zaktywizowanie oszczędności prywatnych.

#### 4.5.6.4. Potrzebne reformy w zakresie regulacji i polityki nadzorczej

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),
- konieczne jest wdrożenie regulacji dla nieistniejących (lub praktycznie nieistniejących) na polskim rynku produktów (dotyczy to np. pożyczek papierów wartościowych czy ETF) w odpowiednim czasie i w konsultacji z uczestnikami rynku.

#### 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 zorganizowanego i konieczne jest utrzymywanie równoległych struktur IT i organizacyjnych (kwestie *compliance*, *back office*, itd.). Ma to wiele 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 ujednoczenie standardów usług dla domów maklerskich i banków świadczących usługi maklerskie.

<sup>75</sup> Obliczenia własne na podstawie danych GPW.



#### 4.5.6.6. Unowocześnienie technologii

Obecnie występuje duża różnica jakościowa w technologiach stosowanych na rynku kapitałowym w stosunku do technologii stosowanych przez podmioty na rynkach bankowym i płatniczym. Branża maklerska powinna dążyć do unowocześnienia stosowanych przez siebie rozwiązań technologicznych, wprowadzając między innymi rozwiązania FinTech typu robo-doradztwa, handlu algorytmicznego oraz nowoczesne systemy front i back office. Przede wszystkim zaleca się wprowadzenie w tym zakresie następujących zmian:

- **wsparcie analityczne dla spółek i elektroniczne analizy informacji:** w celu zwiększenia pokrycia analitycznego, w szczególności dla MŚP, GPW powinno rozważyć stworzenie programu upowszechniającego przygotowywanie analiz spółek.  
Ponadto, w związku z przewidywanym przez MiFID II tzw. *unbundlingiem*, konieczne jest dokonanie skoku jakościowego w zakresie technologii i metodologii analiz informacji. Wyniki lokalnych analiz powinny być dostępne do automatycznego wykorzystania do 2020 roku, zaś potem będą mogły być oferowane na skalę międzynarodową, a nawet sprzedawane większym międzynarodowym dostawcom usług badawczych. Zautomatyzowanie znacznej części procesu przeprowadzania analiz, poszerzenie danych wejściowych w celu objęcia analizą big data oraz skupienie się analityków na istotnych aspektach i opiniach, również pozwoli poszerzyć zakres badanych spółek. W tym celu, w ramach powyżej opisywanego programu należy dążyć do maksymalnego wykorzystywania innowacyjnych rozwiązań i współpracy z podmiotami z branży FinTech.
- **iXBRL:** nawiązując do tego, co zostało omówione w punkcie 4.3.1, należy rozważyć wykorzystanie standardu iXBRL w docelowym modelu badań o których mowa powyżej,
- **handel algorytmiczny:** poziom automatyzacji w lokalnej branży maklerskiej nie jest wystarczająco wysoki. Zawieranie transakcji z wykorzystaniem prostego dostępu bezpośredniego do rynku (DMA), gdzie pośrednicy buy-side lub inwestorzy detaliczni sami podejmują decyzje, jest w dużej mierze niewykorzystywany. Udział w handlu algorytmicznym na polskim rynku jest również bardzo ograniczony i jedynie kilku lokalnych brokerów wykorzystuje centrum usług kolokacji na GPW. Handel algorytmiczny nie jest również wystarczająco wykorzystywany w działalności *market-making* połączonej z niskimi wymogami w zakresie kapitału oraz krótkim terminem zaangażowania. W konsekwencji, lokalni polscy uczestnicy rynku (inwestorzy i animatorzy rynku) tracą udział w rynku i oferują mniej atrakcyjny poziom cen niż zdalni uczestnicy giełdy i uczestnicy rynku korzystający z centrum usług kolokacji GPW. Luka ta przyczyniła się do wspomnianej straty wolumenu rynku na rzecz zdalnych uczestników giełdy. Potencjalnym rozwiązaniem luki w zakresie handlu algorytmicznego byłoby oferowanie algorytmów i dostępu do płynności jako produktów sprzedawanych pod marką własną, ponieważ pozwoliłoby to pominąć proces pozyskiwania doświadczenia i zmniejszyć poziomy ryzyka, zapewniając wszystkie właściwe zabezpieczenia i mechanizmy kontrolne. W celu ułatwienia realizacji SRRK Rząd musi stworzyć przyjazny klimat dla outsourcingu. Ponadto korzystne byłoby zniesienie obowiązkowego rozdziału brokerów bankowych, co opisano w sekcji dotyczącej licencji uniwersalnej 4.5.6.5,
- **zasady najlepszego wykonywania (ang. *best execution*):** zasada najlepszego wykonywania zleceń nie jest wystarczająco przestrzegana, zwłaszcza na rynku OTC. Narzędzia analizy kosztów transakcyjnych (TCA), które powinny być standardowo używane na płynnych rynkach, takich jak rynek obligacji skarbowych i transakcji repo, nie są wykorzystywane. Inwestorzy na polskim rynku akcji nie korzystają z zaawansowanych algorytmów najlepszego wykonywania. Wprowadzenie takich narzędzi będzie istotne dla polskiego rynku akcji po jego fragmentacji. MF i KNF powinny stymulować uczestników rynku oraz potencjalnie podmioty zapewniające infrastrukturę w celu stworzenia, utrzymania i wykorzystywania narzędzi TCA,
- **systemy back office:** polscy brokerzy wykorzystują systemy, które zostały odziedziczone po poprzednikach i są kosztowne, natomiast nie posiadają standardowych cech takich jak możliwość konfigurowania minimalnych wielkości zmiany ceny, możliwości, jakie dają systemy dostępu do wielu rynków oraz innych cech, które są niezbędne nowoczesnym pośrednikom. Brak dobrych systemów back office spowalnia rozwój rynku, w związku z czym należy je zmienić i przekazać podmiotom zewnętrznym w ramach outsourcingu. Z kolei, regulacje dotyczące outsourcingu nie powinny wykraczać poza wymagania zawarte w MiFID II. Ponadto, korzystne byłoby zniesienie obowiązkowego wydzielenia organizacyjnego biur maklerskich, co opisano w punkcie 4.5.6.5, dotyczącym licencji uniwersalnej).



#### 4.5.6.7. Usprawnienia związane z oceną ryzyka

Na rynku pierwotnym i wtórnym praktyka regulacyjna i dotycząca nadzoru powinna w sposób bardziej przejrzysty wskazywać, że obowiązek dochowania należytej staranności wobec rynku spoczywa na pośrednikach. Pośrednicy muszą także usprawnić strategię zarządzania ryzykiem, zwłaszcza w zakresie należytej staranności dotyczącej emitentów, nie tylko na rynku pierwotnym, ale także w odniesieniu do ich zobowiązań o charakterze ciągłym, np. kiedy wyemitowany instrument jest nadal oferowany klientom. Powinno to obejmować również rolę KNF w stałym ocenianiu wypłacalności emitentów celem eliminacji z rynku *misselingu*. Mogłyby tu mieć zastosowanie zasady dotyczące rynków docelowych z dyrektywy MiFID II.

#### **DZIAŁANIA - STRUKTURA RYNKU – POŚREDNICTWO**

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.
3. Wzmoczone 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,
  - wzmoczone przestrzeganie zasad najlepszego wykonywania zleceń (ang. *best execution*), zwłaszcza na rynku OTC,
  - usprawnienia w zakresie systemów *back office*.

#### 4.5.7. OPŁATY I KOSZTY

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 GPW<sup>76</sup>, oraz charakteryzuje się wysokimi kosztami ukrytymi (w tym spreadami) i alternatywnymi (wynikającymi na przykład z szybkości wykonania zlecenia)<sup>77</sup>, co jest w dużej mierze spowodowane niewystarczającym wykorzystaniem nowych technologii przez instytucje 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

<sup>76</sup> Raport PwC pt. „Wyzwania rozwojowe, a otoczenie regulacyjne i sytuacja rynkowa firm inwestycyjnych w Polsce”, Marzec 2017

<sup>77</sup> Problem ten był wielokrotnie podnoszony przez interesariuszy podczas spotkań bilateralnych prowadzonych w ramach prac nad dokumentem.

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 maksymalnych 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,
- egzekwowanie zasad najlepszego wykonywania zgodnie z dyrektywą MiFID II w celu weryfikowania, czy klienci nie ponoszą nieuzasadnionych kosztów, np. w przypadku oferowania bardziej złożonych produktów. Może mieć to szczególnie duże znaczenie w odniesieniu do produktów oferowanych poza rynkiem regulowanym. KNF powinna przykładać szczególną uwagę do niektórych zasad wynikających z MiFID II, np. zasady godziwości ceny proponowanej klientowi oraz korzystania z systemów obrotu, jeśli są dostępne dla produktów będących przedmiotem obrotu na rynku OTC,
- w odniesieniu do instrumentów finansowych będących przedmiotem obrotu na giełdzie, powinno dążyć się do utworzenia grupy roboczej omówionej w punkcie 4.5.1. W kontekście wskazanego problemu wysokości opłat na rynku grupa ta powinna między innymi przeanalizować możliwość rozbudowania i umiędzynarodowienia oferty usług ze strony podmiotów infrastruktury rynku kapitałowego, na przykład usługi w zakresie poszerzonych danych rynkowych i indeksów na GPW oraz poszerzenie oferty KDPW o pożyczki papierów wartościowych.

#### **DZIAŁANIA – STRUKTURA RYNKU – OPŁATY I KOSZTY**

1. Wzmocnienie egzekwowania przepisów dyrektywy MiFID II z zakresu najlepszego wykonywania w celu ochrony inwestorów.
2. Międzynarodowy benchmarking opłat oraz, tam gdzie konieczne, interwencja regulacyjna przy jednoczesnym zapewnieniu braku możliwości wprowadzania ukrytych opłat.
3. Wdrożenie nowych technologii w celu obniżenia spreadów i kosztów alternatywnych.

### **4.5.8. INFRASTRUKTURA POST-TRANSAKCYJNA**

#### **4.5.8.1. Rozwój produktu za pośrednictwem infrastruktury KDPW**

W zakresie infrastruktury post-transakcyjnej potrzebna jest dywersyfikacja usług dla uzyskania większego efektu skali, z jednoczesnym wprowadzeniem ulepszeń zwiększających ochronę konsumentów.

##### **Euroobligacje**

Biorąc pod uwagę propozycje rozwiązań dla opodatkowania emisji euroobligacji zawarte w niniejszym dokumencie oraz porównanie poziomu kosztów usług świadczonych przez KDPW oraz tych świadczonych w ramach T2S, przewiduje się utworzenie grupy roboczej przy RRRF mającej określić sposoby przechwycenia części międzynarodowego rynku euroobligacji, oferując najszybszy proces zatwierdzania prospektów emisyjnych i najniższe koszty związane z dostępem, obrotem i rozrachunkiem.

##### **Rejestr posiadaczy papierów wartościowych i usługi dotyczące relacji inwestorskich**

Propozycja (szczegółowo opisana w punkcie 4.3.4.) ta dotyczy wprowadzenia rejestru posiadaczy papierów wartościowych, ze sponsorowanymi rachunkami papierów wartościowych w KDPW, tworzeniem aktualizowanym na bieżąco rejestrem emitentów, przenoszeniem portfela papierów wartościowych w przypadku niewypłacalności uczestnika KDPW. Ostatnio wprowadzone zmiany w prawie w

postaci utworzenia rejestru nieudziałowych papierów wartościowych w KDPW<sup>78</sup> oraz planowana implementacja dyrektywy w sprawie praw akcjonariuszy stanowią bazę dla wprowadzenia powyższych funkcjonalności.

#### 4.5.8.2. Rozwój produktu – KDPW\_CCP

Podstawowym celem SRRK dla infrastruktury post-transakcyjnej kontrahentów centralnych jest dywersyfikacja usług i wzrost bezpieczeństwa systemowego infrastruktury.

##### Centralne rozliczanie transakcji repo

Jak wskazano w punkcie 4.5.2., powinno dążyć się do obniżenia ryzyka systemowego, związanego z obrotem OTC. W związku z tym, należy wykorzystywać korzyści płynące z rozwiązania wielostronnego nettingu poprzez promowanie wśród uczestników rynku centralnego rozliczania transakcji repo. W związku z propozycją zwolnienia środków otrzymanych z tytułu transakcji repo z podatku od niektórych instytucji finansowych (zgodnie ze wskazaniem w punkcie 4.4.3.) powyższe działania powinny zostać podjęte na możliwie wczesnym etapie wdrażania SRRK.

##### Udzielanie i zaciąganie pożyczek papierów wartościowych

Jak wyjaśniono w punkcie 4.5.1, potrzebny jest rozwój usługi pożyczania papierów wartościowych rozliczanych przez kontrahenta centralnego, będącej potencjalnie powiązanej z rynkiem transakcji na tych papierach wartościowych na GPW. Produkt będzie wymagał konkretnego mechanizmu zapewniającego skuteczność rozrachunku, który ponadto sprawi, że popyt i podaż będą przekładać się na efektywną cenę i umożliwią poszukiwanie innych miejsc wykonania związanych z nim transakcji. W dalszym etapie należy rozważyć uruchomienie pożyczania papierów wartościowych w systemie obrotu.

##### KDPW\_CCP - dostęp do śróddziennego kredytu NBP (ang. *intraday credit*)

KDPW\_CCP jest zobowiązane 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 płynność po stronie banków, firm inwestycyjnych oraz ich klientów, 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.

Przedstawione działania są niezbędne do zachowania długookresowej zdolności konkurencyjnej. Pomimo adaptacji działalności KDPW\_CCP do sytuacji, w ramach której dostęp do płynności jest realizowany w inny sposób niż dostęp do płynności banku centralnego, obecne rozwiązania utrudniają możliwość skutecznego konkurowania z zagranicznymi izbami rozliczeniowymi z innych państw unijnych, które mają bezpośredni dostęp do pieniądza banku centralnego oraz możliwość korzystania z narzędzi płynnościowych oferowanych przez banki centralne. Zgodnie z art. 44 ust. 1 rozporządzenia EMIR CCP działające na terenie UE musi mieć stały dostęp do odpowiedniej płynności, aby świadczyć swoje usługi i prowadzić działalność.

Biorąc powyższe pod uwagę należy zapewnić KDPW\_CCP dostęp do kredytu śróddziennego poprzez odpowiednią modyfikację przepisów ustawy o NBP. Kredyt ten byłby udzielany na zasadach analogicznych co kredyt techniczny oferowany obecnie bankom, czyli zabezpieczonego akceptowanymi przez NBP papierami wartościowymi, który będzie nieoprocentowany oraz spłacany w tym samym dniu operacyjnym. Korzystanie przez KDPW\_CCP z tego narzędzia następowaloby wyłącznie w szczególnych sytuacjach i miałoby na celu wyłącznie wykonywanie funkcji rozliczeniowej, czyli realizację zobowiązań, w których KDPW\_CCP występowałoby po stronie dłużniczej, a które wynikałyby z rozliczeń transakcji lub prowadzonych systemów zabezpieczania płynności rozliczania transakcji<sup>79</sup>.

<sup>78</sup> Zmiany te zostały już wprowadzone w ustawie z dnia 9 listopada 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).

<sup>79</sup> Stosownie do art. 4 rozporządzenia Rady (WE) nr 3603/93 z dnia 13 grudnia 1993 r. kredyty jednodniowe, jakich Europejski Bank Centralny lub banki krajowe udzielają sektorowi publicznemu, nie będą uważane za udogodnienia kredytowe, o ile zostaną one ograniczone do jednego dnia, bez możliwości ich przedłużenia. Przepis ten wprowadza zatem wyjątek od zakazu udzielania przez banki centralne kredytu podmiotom publicznym, o

## DZIAŁANIA- STRUKTURA RYNKU – INFRASTRUKTURA POST-TRANSAKCYJNA

1. Centralne rozliczanie transakcji repo.
2. Rozwój usługi pożyczania papierów wartościowych rozliczanych przez kontrahenta centralnego.
3. Dostęp dla KDPW\_CCP do śróddziennego kredytu NBP.

### 4.6. OBSZAR 6: INNOWACJE

Jednym z celów Strategii jest wykorzystanie innowacji FinTech jako sposobu na zapewnienie konkurencyjności polskiego rynku na poziomie europejskim oraz stworzenie regionalnego centrum dla Europy Środkowo-Wschodniej dla niepublicznych i publicznych emisji MŚP.

Jak dotychczas KNF przeprowadziła w tym zakresie odpowiednie działania mające zidentyfikować bariery ograniczające innowacje w ramach grupy roboczej ds. FinTech i uruchomiła również wirtualną piaskownicę regulacyjną. Jednakże potencjał rynku w obszarze innowacji nadal pozostaje niewykorzystany, dlatego w SRRK dokonano oceny w zakresie sprawnego wprowadzenia bardziej dynamicznej kultury innowacji na polskim rynku kapitałowym.

Według danych OECD średni poziom inwestycji w innowacje w UE wynosi około 3% PKB, podczas gdy w Polsce kształtuje się na poziomie 0,96%<sup>80</sup>. Jednocześnie jednak rozwiązania innowacyjne są już popularne w niektórych obszarach rynku finansowego, jak usługi bankowe i szczególnie usługi płatnicze.

Obecnie na globalnych rynkach kapitałowych zachodzące procesy są w większym stopniu zautomatyzowane, a na najbardziej zaawansowanych rynkach można obserwować pełną automatyzację łańcucha wartości od inwestora do systemu obrotu, jak również znaczną część procesów od emitenta do inwestora. Jednocześnie na polskim rynku kapitałowym nadal nie postrzega się innowacji jako krytycznego czynnika sukcesu dla rynku i jego uczestników. Architektura systemów i funkcjonalności stosowane za granicą zaczynają ujawniać przewagę konkurencyjną na niekorzyść lokalnych uczestników, którzy, jak wskazywano wyżej, na przykład na rynku akcji tracą udziały w rynku na rzecz zdalnych uczestników giełdy.

Dlatego też wzrost przychodów i powiększanie udziału w rynku jest w dużej mierze zależne od inwestycji technologicznych i wprowadzenia zaawansowanych modeli dystrybucji. Umiedzynarodowienie polskiego rynku kapitałowego zależy również od wdrożenia nowych technologii oraz standardowego dostępu i zasad (bez *gold-platingu*). Jednakże w przypadku rynku kapitałowego same inwestycje w technologie nie wystarczą. Inaczej niż w przypadku bankowości, która jest oparta na działalności B2B lub B2C oraz C2C via B - technologiom na rynku kapitałowym musi towarzyszyć przyciągnięcie krytycznej masy grup zainteresowanych podmiotów w celu osiągnięcia pozytywnych efektów zewnętrznych sieci. W związku z powyższym, technologia musi przyciągać społeczność, zaś technologia dostępu musi dorównywać standardom wykorzystywanym na dobrze rozwiniętych rynkach, tak by uczestnicy, którzy nie są jeszcze zaangażowani w rynek kapitałowy, mogli szybko i łatwo do niego dołączyć.

Polski rynek kapitałowy musi również osiągnąć niezbędny poziom zaawansowania technologicznego wymaganego w każdym obszarze funkcjonowania rynku kapitałowego, to jest zarówno od platform pozyskiwania finansowania (w tym niepublicznych, takich jak platformy crowdfundingowe), poprzez technologie wykonywania transakcji (kluczowe w kontekście potrzeby zapewnienia przejrzystości i najlepszego wykonywania transakcji), usług posttransakcyjnych czy analizy danych. Jest to szczególnie istotne, ponieważ dobrze wykorzystywane nowoczesne technologie pozwalają na wprowadza-

którym mowa w art. 123 TFUE. Potwierdzeniem stosowania tego wyjątku na gruncie polskim jest dopuszczalność udzielenia przez Narodowy Bank Polski, zgodnie z art. 43 ust. 1 ustawy o Narodowym Banku Polskim, kredytu krótkoterminowego Bankowemu Funduszowi Gwarancyjnemu w przypadkach uregulowanych w ustawie z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji. Z kolei możliwość udzielania kredytu śróddziennego (ang. *intraday credit*) dla KDPW\_CCP potwierdzają przepisy rozporządzenia EMIR, stanowiąc o dopuszczalności i potrzebie korzystania przez CCP z pieniądza banku centralnego i dostępu do płynności tego banku. Dostępność do tego narzędzia nie tylko zatem nie została ograniczona, ale jest uznawana za pożądaną dla prawidłowej realizacji funkcji rozliczeniowej i pozwala na bezpieczną realizację przez CCP usług rozliczeniowych zgodnie z rozporządzeniem EMIR.

<sup>80</sup> Według danych OECD.

nie zmian do modeli biznesowych, wspomagają integrację finansową, pomagają obniżyć koszty bezpośrednie oraz eliminować koszty alternatywne. Jak dotąd jednym z ograniczeń dla wykorzystywania nowych technologii były często nadmiernie rygorystyczne regulacje dotyczące outsourcingu.

Należy dążyć do zmiany aktualnego modelu i spopularyzować na rynku nowe technologie. W szczególności krytyczne znaczenie ma regularna aktualizacja technologii, zastępowanie ręcznych rozwiązań elektronicznymi mechanizmami podejmowania decyzji i systemami IT w celu minimalizacji kosztów działalności. Konieczne jest korzystanie z modelu usług współdzielonych.

W związku z powyższym konieczne jest zrozumienie, dlaczego stosowanie najnowszych technologii na polskim rynku kapitałowym jest ograniczone. Stoi to w sprzeczności z tym, że według niektórych danych aż 83% polskich przedsiębiorstw jest zainteresowanych nowymi technologiami<sup>81</sup>. W Polsce istnieje również prężne i dynamiczne środowisko skupiające przedsiębiorców z branży FinTech. Ponadto Polska charakteryzuje się dużą liczbą młodych, świetnie wykształconych informatyków, których zdolności nie są w obecnej chwili w wystarczającej mierze wykorzystywane przez krajowy rynek kapitałowy. W związku z tym proponuje się przeprowadzenie ankiety wśród uczestników rynku w celu zrozumienia opisywanego problemu i wypracowania odpowiednich rozwiązań.

### Start-upy i crowdfunding

W kontekście dążenia do wzrostu innowacyjności proponuje się zreformowanie formy rejestrowania spółek rozpoczynających działalność (start-upów) w Polsce, np. poprzez umożliwienie wypełniania szablonów do samodzielnego pobrania i rejestracji w kilka minut. W tym celu przewiduje się współpracę Ministerstwa Finansów z Ministerstwem Przedsiębiorczości i Technologii. Jest to zalecane, ponieważ doświadczenie międzynarodowe ostatnich lat pokazuje, że wiele spośród największych spółek rozpoczyna działalność w formie start-upów. Konieczne jest w związku z tym umożliwienie takim podmiotom rozpoczęcia działalności i rozwoju właśnie w Polsce<sup>82</sup>.

Finansowanie społecznościowe (crowdfunding) w modelu inwestycyjnym obejmuje przedsiębiorców, którzy przedstawiają projekty wymagające sfinansowania i oferują w tym celu udziały w swoich spółkach, inwestorów, którzy mogą wpłacać środki w celu sfinansowania tych projektów oraz platformę internetową, która jest swego rodzaju pośrednikiem pomiędzy inwestorem a przedsiębiorcą. Wskazany model finansowania staje się coraz bardziej popularną formą początkowego finansowania innowacyjnych przedsiębiorstw oraz start-upów.

Platformy crowdfundingowe działające w Polsce obecnie funkcjonują w oparciu o ogólne przepisy regulujące zasady świadczenia usług drogą elektroniczną i zasady prowadzenia działalności gospodarczej. Przepisy te nie uwzględniają specyfiki prowadzenia działalności przez platformy finansowania społecznościowego, powodując dużą niepewność co do reguł działania takich podmiotów. Inwestowanie w akcje spółek wyłącznie za pośrednictwem platform internetowych wymaga także dbałości o zapewnienie wysokiego poziomu ochrony inwestorów, biorąc pod uwagę brak bezpośredniego kontaktu pomiędzy klientem a usługodawcą. Mając to na uwadze zasadne jest uregulowanie w polskim porządku prawnym działalności tzw. platform finansowania społecznościowego (platform crowdfundingowych). Stworzenie wyraźnych ram prawnych dla inwestycji w drodze finansowania społecznościowego powinno przyczynić się do zwiększenia pewności otoczenia prawnego i do spopularyzowania tej formy inwestowania wśród potencjalnych inwestorów.

Jednocześnie należy zauważyć, że na forum Unii Europejskiej procedowany jest obecnie projekt rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich dostawców usług w zakresie finansowania społecznościowego dla przedsiębiorstw (COM(2018) 113), który z założenia dotyczyć ma wyłącznie platform crowdfundingowych działających transgranicznie. Niemniej jednak rozważana jest również koncepcja rozciągnięcia zakresu podmiotowego tego rozporządzenia również na platformy działające lokalnie na rynkach krajowych, dlatego też prace nad proponowanym w Strategii rozwiązaniem uzależnione będą od ostatecznego zakresu podmiotowego wskazanej regulacji unijnej.

### Potencjalne rozwiązania w zakresie innowacyjności i wykorzystania nowych technologii

W Strategii zakłada się również podjęcie takich działań, które umożliwią polskiemu rynkowi kapitałowemu równorzędne konkurowanie z innymi rynkami europejskimi w obszarze innowacyjności. Pozwoli to bowiem na wzrost rynku, jego większą efektywność oraz na lepsze finansowanie potrzeb polskiej gospodarki, między innymi w kontekście potrzeby finansowania przedsięwzięć w ramach tzw. czwartej rewolucji przemysłowej.

<sup>81</sup> Zob. <https://braincode.xyz/blog/fintech-guide-poland/>

<sup>82</sup> Należy zwrócić uwagę, iż w dniu 5 lutego 2019 r. został przyjęty przez Radę Ministrów projekt ustawy o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych i innych ustaw przewidujący wprowadzenie nowego typu spółki handlowej – prostej spółki akcyjnej.



Najnowocześniejsze technologie powinny być wykorzystane przez rynek w celu:

- maksymalnego ograniczenia ryzyka na rynku (np. ryzyka *misselingu*),
- rozwijania oferty produktowej, usługowej i osiągania celów dotyczących płynności,
- przyciągania konsumentów do rynku dzięki bardziej atrakcyjnym rozwiązaniom z punktu widzenia użytkownika systemu,
- umożliwienia wprowadzenia elektronicznej regulacji, nadzoru i kontroli w zakresie *compliance* w celu zapewnienia wyższego poziomu ochrony konsumentów.

W ramach implementacji SRRK konieczne będzie stworzenie programu, który pozwoli we wszystkich segmentach polskiego rynku kapitałowego na większe wykorzystywanie zdolności i umiejętności technicznych i informatycznych absolwentów uczelni.

Aby konkurować z najbardziej rozwiniętymi gospodarkami oraz aby wesprzeć rozwój międzynarodowej konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego, Polska musi wyspecjalizować się w technologiach tzw. czwartej rewolucji przemysłowej oraz zaoferować odpowiednie podstawy regulacyjne, podatkowe i edukacyjne wspierające FinTech oraz inne zaawansowane technologie.

Potrzebne jest również rozważenie zachęt podatkowych i reform w sferze prawnej i regulacyjnej w celu wzmocnienia podstaw dla innowacyjności w sektorze finansowym, które wspierałyby rozwój i zapewniałyby dostęp do kapitału spółkom technologicznym, jako jednym z najefektywniejszych typów przedsiębiorstw w Europie. Zachęcanie do działań innowacyjnych poprzez kompleksowe usunięcie barier ograniczających przedsiębiorcom możliwości wchodzenia na rynek kapitałowy należy do podstawowych założeń niniejszego dokumentu.

Obejmuje to wykorzystanie w istotnym stopniu procesów prawnych i regulacyjnych e-administracji oraz tworzenie konkurencyjnych rozwiązań FinTech w następujących obszarach:

- repozytoria KYC/AML,
- szybkie wdrożenie iXBRL,
- dystrybucja skarbowych papierów wartościowych,
- technologie wspierające obrót obligacjami rozwojowymi,
- rozliczanie instrumentów pochodnych OTC przy użyciu blockchain,
- wykorzystanie technologii w celu obniżenia kosztów dostępu do publicznych i niepublicznych rynków akcji, oraz
- *outsourcing* usług *front-office* i *back-office* z wykorzystaniem nowych systemów wielorynkowych (ang. *multi-market*).

Ponadto, aby wesprzeć rozwój i udrożnić finansowanie innowacyjności na polskim rynku kapitałowym GPW utworzy akcelerator dla start-upów rozwijających rozwiązania typu FinTech na rynku kapitałowym, we wszystkich segmentach i obszarach tego rynku (zarówno w zakresie platform dostępu do kapitału i systemów obrotu, wykonywania transakcji, infrastruktury post-transakcyjnej, analizy danych oraz innych).

Powyższe nowe technologie muszą być zintegrowane z nowymi systemami pośrednictwa, systemami infrastruktury rynku kapitałowego na GPW/Bondspot, które powinny zostać uruchomione do końca 2020 roku w celu zapewnienia odpowiedniej infrastruktury technicznej wspierającej cele rozwojowe SRRK. Tam, gdzie rynek nie będzie mógł sam wypełnić tych luk, zespół ds. zarządzania projektem SRRK będzie musiał stworzyć budżety na inkubację takich perspektywicznych technologii, prowadzić przetargi i nagradzać usługodawców. Natomiast w odniesieniu do produktów i usług, co do których okaże się, że mogą być oferowane przez rynek, zespół ds. zarządzania projektem SRRK powinien monitorować postępy w zakresie rozwoju w każdym z tych obszarów i w przypadku stwierdzenia opóźnień usuwać bariery.

## DZIAŁANIA - STRUKTURA RYNKU – INNOWACJE

1. Stworzenie nowego typu spółki dla start-upów MŚP.
2. Przeprowadzenie przez MF studium wykonalności siedmiu perspektywicznych obszarów innowacji technologicznych, co pozwoli między innymi na zwiększenie skali rynku oraz obniżkę spreadów i kosztów alternatywnych.
3. Uregulowanie działalności platform crowdfundingowych celem rozwoju rynku
4. Akcelerator FinTech przy GPW.



## 5. Program wdrożenia

### 5.1. SYSTEM RAPORTOWANIA I MONITOROWANIA POSTĘPÓW PRAC

Zespół ds. projektu będzie regularnie raportować w zakresie realizacji zadań do Pełnomocnika Ministra Finansów ds. wdrożenia SRRK.

Zespół ds. projektu powinien również opracowywać kwartalny raport postępów prac prezentowany przez Pełnomocnika Radzie Rozwoju Rynku Finansowego. Podczas posiedzenia RRRF będą omawiane m.in. usunięte bariery, zidentyfikowane problemy w procesie implementacji SRRK, odbiór wdrażanych rozwiązań przez interesariuszy, a także postępy w każdym obszarze zadań wskazanych w dokumencie i plan prac na następny kwartał. Zaleca się, aby ostatni raport w danym roku kalendarzowym zawierał również informację na temat stopnia realizacji celów SRRK.

Ponadto zespół powinien raz na pół roku publikować biuletyn informacyjny o SRRK w języku polskim i angielskim, w celu promowania polskiego rynku kapitałowego wśród potencjalnych inwestorów i emitentów, również za granicą.

Grupy robocze pracujące w ramach RRRF przy implementacji SRRK powinny co najmniej raz na dwa miesiące raportować do zespołu ds. zarządzania projektem na temat postępów w pracach w zakresie swojego obszaru tematycznego.

### 5.2. FINANSOWANIE

Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego ma charakter programowy i na obecnym etapie nie powoduje skutków finansowych. Wydatki związane implementacją niniejszego dokumentu zostaną sfinansowane (w przypadku pracy wykonywanej przez zespół specjalistów w ramach MF) w roku 2019 i latach następnych w ramach limitu wydatków określonego dla części 19 budżetu państwa bez ubiegania się o dodatkowe środki z budżetu państwa oraz ze środków pozyskanych w ramach programu Wsparcia Reform Strukturalnych (SRSS) UE (w przypadku pracy doradców zewnętrznych współpracujących z MF przy implementacji SRRK).

## 6. Bibliografia

### AKTY PRAWNE

Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 345 z 31.12.2003 r., str. 64).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/50/UE z dnia 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym, dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE (Dz. Urz. UE L 294, str. 13).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/UE z dnia 23 lipca 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2009/65/WE w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji (Dz. Urz. UE L 257 z 28.08.2014 r., str.186).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE (Dz. Urz. UE L 337 z 23.12.2015 r., str. 35).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z dnia 17 maja 2017 r. zmieniająca dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania (Dz. Urz. UE L 132 z 17.05.2017 r., str. 1).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2018/843 z dnia 30 maja 2018 r. zmieniająca dyrektywę (UE) 2015/849 w sprawie zapobiegania wykorzystywaniu systemu finansowego do prania pieniędzy lub finansowania terroryzmu oraz zmieniająca dyrektywy 2009/138/WE i 2013/36/UE (Dz. Urz. UE L 156 z 19.06.2018 r., str. 43).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, str. 1).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, str. 84)

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 z dnia 27 kwietnia 2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (ogólne rozporządzenie o ochronie danych) (Dz. Urz. UE L 119 z 04.05.2016 r., str. 1).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz. Urz. UE L 171 z 29.06.2016 r., str. 1).

Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. 2018 poz. 1355).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz. U. 2018 r. poz. 621 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 6 grudnia 2006 r. o zasadach prowadzenia polityki rozwoju (Dz. U. z 2018 r. poz. 1307).

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2017 r. poz. 2077 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz. U. z 2018 r. poz. 483, 2243).

Ustawa z dnia 4 października 2018 r. o pracowniczych planach kapitałowych (Dz. U. z 2018 r. poz. 2215).

Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. 2018 poz. 685).

Ustawa 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).

Ustawa z dnia 23 października 2018 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy – Ordynacja podatkowa oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 2193).

Zarządzenie nr 25 Ministra Finansów z dnia 14 września 2006 r. w sprawie utworzenia Rady Rozwoju Rynku Finansowego.

## POZOSTAŁE ŹRÓDŁA

Acemoglu, D., Zilibotti, F., *Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth*, [w:] „Journal of Political Economy”, Vol. 105, No. 4, sierpień 1997, s. 709–751.

Allen F., Gale, D., *Corporate Governance and Competition*, Center for Financial Institutions Working Papers 99-28, Wharton School Center for Financial Institutions, University of Pennsylvania, lipiec 1999.

Arcand, J. L., Berkes, E., Panizza, U., *Too much finance?*, IMF Working Paper No. 12/161., czerwiec 2012.

Baele, L. i inni, *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, European Central Bank Occasional Paper Series No. 14, 2004.

BIS, *Electronic trading in fixed income markets*, 2016.

Boot, A., Thakor, A., *Can Relationship Banking Survive Competition?*, [w:] „Journal of Finance”, Vol 55, Issue 2, grudzień 2002, s. 679–713.

Cecchetti, S. and Kharroubi, E., *Reassessing the impact of finance on growth*, BIS Working Papers 381, Bank for International Settlements, czerwiec 2012.

Cournède, B. and Denk, O., *Finance and economic growth in OECD and G20 countries*, OECD Economics Department Working Papers, No. 1223, OECD Publishing, Paris, czerwiec 2015.

Dewatripont M., Maskin, M., *Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies*, [w:] „Review of Economic Studies”, Vol. 62, No. 4, październik 1995, s. 541–555.

ESMA, *Languages accepted for the purpose of the scrutiny of the Prospectus and requirements of translation of the Summary*, Information Note, 31.03.2014.

G20, OECD, *Principles of Corporate Governance*, 2015.

GPW, *The main market. An issuer's guide to listing on the Warsaw Stock Exchange*, 2017.

Holmström B., Tirole, J., *Financial Intermediation, Loanable Funds and the Real Sector*, IDEI Working Papers 40, Institut d'Économie Industrielle (IDEI), Toulouse 1994.

ICMA, *European Repo Market Survey*, 2017.

International Finance Corporation, *Corporate Governance Scorecards. Assessing and promoting the implementation of codes of corporate governance*, 2014.

Jacklin C., *Demand deposits, trading restrictions, and risk sharing*, 1987.

Jordan S., Treisch C., *The perception of tax concessions in retirement savings decisions*, [w:] „Qualitative Research in Financial Markets”, Vol. 2, Issue 3, 2010.

King R. G., Levine R., *Finance and growth: Schumpeter might be right*, [w:] „Quarterly Journal of Economics”, Vol. 108, No. 3, sierpień 1993, s. 717–737.

- King R. G., Levine, R., *Finance, entrepreneurship and growth*, [w:] „*Journal of Monetary Economics*”, Vol. 32, Issue 3, grudzień 1993, s 513–542.
- Langfield S., Pagano M., *Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth*, ECB Working Paper Series No. 1797, maj 2015.
- Leifels A., Metzger G., *Financial literacy helps with business start-ups: easier, better funded, more competitive*, KFP Research, październik 2015.
- Levine R., *Financial development and economic growth: views and agenda*, [w:] „*Journal of Economic Literature*”, Vol. 35, No. 2, czerwiec 1997, s. 688–726.
- Levine R., *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better*, [w:] „*Journal of Financial Intermediation*”, Vol. 11 Issue 4, październik 2002 r., s. 398–428.
- Nassr I.K., Wehinger, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, OECD Journal: Financial Market Trends, Vol 2015/1.
- NBP, *Postawy Polaków wobec obrotu bezgotówkowego*, Warszawa, luty 2017 r.
- NBP, *Raport o stabilności systemu finansowego*, Warszawa, grudzień 2018 r.
- NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2017 r.*, Warszawa, 2018 r.
- OECD, *Principles of Corporate Governance*, 1999.
- OECD, *Zasady nadzoru korporacyjnego*, 2004.
- OECD/INFE, *International Survey of Adult Financial Literacy Competencies*, 2016.
- OECD, *National Strategies for financial education. OECD/INFE Policy Handbook*, 2015.
- Pagano M., Pica G., *Finance and employment*, [w:] „*Economic Policy*”, Vol 27, Issue 69, s. 5–55.
- PwC, *IPO Watch Europe 2018*, 2019.
- PwC, *Wyzwania rozwojowe, a otoczenie regulacyjne i sytuacja rynkowa firm inwestycyjnych w Polsce*, marzec 2017
- Rajan R. G., *Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt*, [w:] „*Journal of Finance*”, Vol. 47, Issue 4, wrzesień 1992, s. 1367–1400.
- Rousseau P. L., Wachtel P., *What is happening to the impact of financial deepening on economic growth?*, [w:] „*Economic Inquiry*”, Vol 49, Issue 1, 2011, s. 276–288.
- Shoham A., Malul M., *The role of cultural attributes in savings rates*, [w:] „*Cross Cultural Management: An International Journal*”, Vol. 19, Issue 3, 2012.
- Smith R., *Factors affecting saving, policy tools, and tax reform: a review*, International Monetary Fund Staff Papers, Vol. 37, No. 1, marzec 1990, s. 1–70.
- Stavarek D., Repkova I., Gajdosova K., *Theory of Financial integration and achievements in the European Union*, Munich Personal RePEc Archive, lipiec 2011.
- Strategia na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju do roku 2020 (z perspektywą do 2030 r.)*, Warszawa, 2017 r.
- Tesar L., *Savings, investment and international capital flows*, [w:] „*Journal of International Economics*”, Vol. 31 Issues 1-2, sierpień 1991, str. 55–78.
- Weinstein D. E., Yafeh, Y., *On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan*, [w:] „*Journal of Finance*”, Vol. 53, Issue 2, kwiecień 1998, s. 635–672.
- Wenger, E., Kaserer, C., *The German System of Corporate Governance – A Model Which Should Not Be Imitated*, Papers 14, American Institute for Contemporary German Studies, 1997.

#### WYBRANE STRONY INTERNETOWE

<https://braincode.xyz/blog/fintech-guide-poland/>

<https://www.bondspot.pl/statystyki>

<https://data.worldbank.org>

<https://www.ebrd.com>

<https://www.ec.europa.eu>

<https://www.ec.europa.eu/eurostat>

<https://www.gpw.pl/statystyki-gpw>

<https://www.gpwcatalyst.pl/statystyki>

<https://www.imf.org/publications>

<http://www.kdpwccp.pl/pl/press/Strony/Prezentacje.aspx>

[https://knf.gov.pl/podmioty/Podmioty\\_ryнку\\_kapitałowego](https://knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_ryнку_kapitałowego)

<http://www.oecd.org>

<https://www.world-exchanges.org>

## 7. Słowniczek

- Aktywo kryptograficzne** – rodzaj wirtualnego aktywa wykorzystującego rozproszony system bazujący na kryptografii
- Arkusze zleceń** (ang. *order book*) – zestawienie ofert kupna i sprzedaży instrumentów finansowych
- Back office** – działalność obejmująca administrację oraz procesy organizacyjne w przedsiębiorstwie
- Blockchain** – zdecentralizowana baza danych zakodowana za pomocą algorytmów kryptograficznych w formule peer-to-peer o charakterze jawnym i publicznym
- Buy-sell-back (BSB)** – rodzaj transakcji, w której jedna ze stron kupuje papiery wartościowe z jednoczesnym zobowiązaniem do odkupienia ich w przyszłości w określonym czasie i po określonej cenie
- Buy-side** – podmioty prowadzące działalność w zakresie nabywania usług finansowych
- C/Z** (ang. *price and earnings*) – cena do zysku; wskaźnik wartości rynkowej otrzymywany po podzieleniu ceny jednej akcji przez zysk netto spółki przypadający na 1 akcję
- Centrum usług wspólnych (SSC)** (ang. *shared services center*) – organizacyjnie wydzielona część przedsiębiorstwa wielodziałowego świadcząca usługi na rzecz innych jednostek w tym podmiocie
- Compliance** – zapewnienie zgodności pomiędzy funkcjonowaniem podmiotu a normami prawnymi, finansowymi lub założonymi kryteriami
- Crowdfunding** – forma finansowania społecznościowego przeprowadzanego za pomocą platform internetowych
- Czwarta Rewolucja Przemysłowa** – proces określający zmiany we współczesnym świecie obejmujące wykorzystywanie na szeroką skalę automatyzacji, cyfryzacji, nowych technologii i sztucznej inteligencji
- Czynniki ESG** – pozafinansowe czynniki oceny organizacji; składają się z 3 elementów: E (ang. *environment*) – środowisko, S (ang. *social responsibility*) – społeczna odpowiedzialność, G (ang. *corporate governance*) – ład korporacyjny
- Dark pools** – rynek finansowy pozbawiony jawnego arkusza zleceń, w ramach którego odbywa się obrót instrumentami finansowymi
- Digitalizacja rynku** – proces polegający na przekształcaniu danych i struktur rynkowych w formę cyfrową
- Direct holding** – tradycyjny system rozliczeniowo-rozrachunkowy papierów wartościowych, w którym właściciel papierów wartościowych jest bezpośrednio połączony z emitentem
- Dom maklerski** – rodzaj firmy inwestycyjnej; prowadzi działalność maklerską
- Due diligence** – kompleksowa analiza przedsiębiorstwa obejmująca obszar handlowy, finansowy, podatkowy i prawny
- E-administracja** – administracja publiczna, w której wykorzystywane są technologie informacyjne
- Emitent** – podmiot emitujący papiery wartościowe (np. akcje lub obligacje)
- ETP** (ang. *Exchange-Traded Product*) – instrument finansowy będący przedmiotem obrotu giełdowego, posiadający cechy produktu strukturyzowanego
- Euroobligacje** (ang. *Eurobond*) – dłużny papier wartościowy plasowany poza krajem, w którego walucie jest denominowany
- Europejski Fundusz Inwestycyjny (EFI)** – spółka typu joint-venture, której udziałowcem jest Europejski Bank Inwestycyjny, Komisja Europejska oraz inne instytucje finansowe; wspierająca małe i średnie przedsiębiorstwa
- Fintech** (ang. *financial technology*) – innowacyjne technologie wykorzystywane w obszarze usług finansowych
- Firma inwestycyjna** – podmiot, który uzyskał zezwolenie organu nadzoru na prowadzenie działalności maklerskiej
- Front office** – przestrzeń, w której dochodzi do interakcji między klientem a pracownikiem firmy
- Fundusz inwestycyjny** – osoba prawna, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo



certyfi­katów inwestycyjnych w okreś­lone papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe

**Fuzzy match** - rozwiązanie przybliżonego dopasowania realizujące zlecenia kupna/sprzedaży instrumentów finansowych w sposób najbardziej zbliżony do określonych pierwotnie parametrów

**Gold-plating** –wdrażanie przepisów prawa Unii Europejskiej w szerszym zakresie niż jest to minimalnie wymagane

**Handel algorytmiczny** – obrót instrumentami finansowymi dokonywany w sposób automatyczny za pomocą algorytmów analizujących i przetwarzających dane bez udziału lub z ograniczonym udziałem człowieka

**ICO** (ang. *Initial Coin Offering*) – rodzaj finansowania społecznościowego, podczas którego gromadzenie kapitału następuje za pomocą wygenerowanych do tego celu tokenów lub kryptowalut

**IKE** – indywidualne konto emerytalne; system oszczędności emerytalnych funkcjonujący w ramach III filaru w rozumieniu ustawy z dnia 20 kwietnia 2004r. o indywidualnych kontaktach emerytalnych oraz indywidualnych kontaktach zabezpieczenia emerytalnego (Dz. U. z 2016 r. poz. 1776, z późn. zm.)

**IKZE** – indywidualne konto zabezpieczenia emerytalnego; system oszczędności emerytalnych funkcjonujący w ramach III filaru w rozumieniu ustawy z dnia 20 kwietnia 2004r. o indywidualnych kontaktach emerytalnych oraz indywidualnych kontaktach zabezpieczenia emerytalnego (Dz. U. z 2016 r. poz. 1776, z późn. zm.)

**Infrastruktura posttransakcyjna** – zbiór procesów zachodzących po dokonaniu transakcji na rynku finansowym

**Instrument pochodny OTC** (ang. *over-the-counter*) – niewystandaryzowany instrument finansowy, którego cena zależna jest od wartości instrumentu bazowego, będący przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym

**Integracja finansowa** – stan, w którym poszczególne segmenty regionalnego i międzynarodowego rynku finansowego są ze sobą połączone.

**IPO** (ang. *Initial Public Offering*) – oferta publiczna nowo wyemitowanych lub sprzedawanych przez dotychczasowych akcjonariuszy akcji spółki, polegająca na wprowadzeniu papierów wartościowych po raz pierwszy do obrotu

**IRR** (ang. *Internal Rate of Return*) – wewnętrzna stopa zwrotu; metoda oceny efektywności inwestycji oparta na zdyskontowanych przepływach pieniężnych

**iXBRL** – cyfrowy, rozszerzalny język (standard) raportowania finansowanego służący do ich odczytywania za pośrednictwem przeglądarek internetowych

**Jednolity paszport europejski** – umożliwia prowadzenie działalności przez instytucje finansowe, które otrzymały zezwolenie w jednym z państw członkowskich bez konieczności uzyskiwania dodatkowego zezwolenia na prowadzenie działalności w innych państwach członkowskich; oparty na przepisach prawa UE

**Kryptowaluta** – wirtualna jednostka zapisywana w systemach opartych na technologii kryptografii

**KYC** (ang. *Know Your Customer*, poznaj swojego klienta) – procedura identyfikacji klienta służąca do oceny jego profilu ryzyka i weryfikacji tożsamości w związku z bezpieczeństwem transakcyjnym i zapobieganiem praniu brudnych pieniędzy, finansowaniu terroryzmu oraz innym przestępstwom

**Lit trading** – obrót instrumentami finansowymi za pośrednictwem brokera będącego pośrednikiem z wykorzystaniem publicznie dostępnego arkusza zleceń

**Ład korporacyjny** – normy i zasady dotyczące organizacji i zarządzania przedsiębiorstwem z uwzględnieniem dobrych praktyk

**Market-making** – organizowanie własnego rynku dostępnego dla innych uczestników, gdzie klient zawiera transakcje bezpośrednio z organizatorem, który jest stroną transakcji

**Misseling** – oferowanie produktów i usług finansowych niedostosowanych do możliwości i profilu klienta oraz w sposób wprowadzający w błąd

**MTS** (ang. *Multilateral Trading System*) – system lub platforma umożliwiająca składanie zleceń kupna i sprzedaży instrumentów finansowych przez osoby trzecie

**Najlepsze wykonanie** (ang. *Best Execution*) – zrealizowanie zlecenia dotyczącego instrumentów finansowych w sposób możliwe najlepiej odzwierciedlający intencje zainteresowanego

- Obligacja komunalna** – dłużny papier wartościowy emitowany przez jednostkę samorządu terytorialnego
- Obligacja korporacyjna** – dłużny papier wartościowy emitowany przez przedsiębiorstwo
- OTF** (ang. *Organised Trading Facility*) – zorganizowana platforma obrotu; system wielostronny umożliwiający składanie zleceń kupna i sprzedaży instrumentów finansowych skutkujące zawarciem kontraktu
- Outsourcing** – przekazywanie podmiotom zewnętrznym działań dotychczasowo realizowanych wewnątrz organizacji
- Papier wartościowy typu fixed income** – papier wartościowy, który przynosi niezmienny dochód w z góry określonym czasie
- Piaskownica regulacyjna** (z ang. *regulatory sandbox*) – rozwiązanie regulacyjne pozwalające przedsiębiorstwom na testowanie nowych produktów i usług finansowych w okolicznościach zmniejszonego rygoru prawnego
- Private equity** – rodzaj inwestycji w przedsiębiorstwa niepubliczne, o charakterze średnioterminowym lub długoterminowym podejmowane przez wyspecjalizowane podmioty, charakteryzujące się wysokim ryzykiem; jest pojęciem szerszym niż *venture capital*
- Produkt strukturyzowany** – złożony instrument finansowy składający się z kilku innych, różniących się od siebie instrumentów o prostszej konstrukcji
- Prospekt emisyjny** – dokument informacyjny dostarczający wiadomości o podmiocie publikującym lub o emisji papierów wartościowych
- Rachunek papierów wartościowych** – rachunek, na którym zapisywane są zdematerializowane papiery wartościowe
- Rachunki zbiorcze** – rachunki, na których mogą być rejestrowane zdematerializowane papiery wartościowe nienależące do osób, dla których rachunki te są prowadzone, ale należące do innej osoby lub osób
- Rating** – ocena ryzyka kredytowego danego podmiotu nadawana przez agencje ratingowe
- Repozytoria KYC/AML** (ang. *Know Your Customer / Anti-Money Laundering*) – zbiór cyfrowych danych przechowywanych zgodnie z procedurą należytej staranności ze względów przeciwdziałania praniu pieniędzy i finansowania terroryzmu
- Robo advisory** – cyfrowe doradztwo finansowe funkcjonujące w oparciu o algorytmy i sztuczną inteligencję
- Rynek publiczny** – miejsce, w którym dokonywany jest obrót papierami wartościowymi (między innymi takimi, jak akcje, obligacje, certyfikaty inwestycyjne, listy zastawne), tj. rynek regulowany (giełda) lub alternatywny system obrotu
- Rynek wtórny** – segment rynku finansowego, którego przedmiotem jest obrót odbywający się pomiędzy inwestorami pierwotnymi względem kolejnych nabywców oraz pomiędzy następnymi nabywcami
- Sell-side** – podmioty prowadzące działalność w zakresie sprzedaży usług finansowych
- SLB** (ang. *Securities Lending and Borrowing*) – mechanizm rynkowy polegający na udzielaniu lub pozyskiwaniu pożyczek papierów wartościowych
- Spółka publiczna** – spółka notowana na rynku publicznym (definicja rynku publicznego – patrz wyżej)
- Spread** – różnica pomiędzy ceną sprzedaży a ceną kupna danego aktywa
- Swap tokenowy** – cyfrowy instrument pochodny niebędący papierem wartościowym, którego przedmiotem jest wymiana tokenów wedle ustalonych warunków
- Success fee** – opłata pobierana przez fundusze inwestycyjne w ramach wynagrodzenia po spełnieniu określonych kryteriów lub po osiągnięciu określonych wyników
- SWIFT** – kod identyfikujący bank nadany przez Stowarzyszenie Międzybankowej Telekomunikacji Finansowej (ang. *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*)
- T2S** (ang. *Target2-Securities*) – europejski system rozliczeniowy służący do rozrachunku transakcji na papierach wartościowych niebędący europejskim centralnym depozytem papierów wartościowych
- Tokenizacja** – proces wykorzystujący technologię blockchain do tworzenia tokenów lub kryptowalut będących cyfrową formą wartości powiązanej z danym dobrem

**Transakcja repo** (ang. *repurchase agreement*) – transakcja finansowa polegająca na sprzedaży papieru wartościowego zobowiązując się w tym samym czasie do jego wykupienia w określonym terminie po ustalonej cenie

**Unbundling** – obowiązkowe rozdzielenie niektórych usług, np. przekazywania analiz rynkowych od zawierania transakcji

**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

**Warrant** – instrument pochodny uprawniający posiadacza do zakupu papierów wartościowych z nowej emisji po ustalonej cenie

## 8. Załącznik – zestawienie najważniejszych działań

### NAJWAŻNIEJSZE DZIAŁANIA PLANOWANE W RAMACH SRRK

1. Powołanie Pełnomocnika Ministra Finansów ds. wdrożenia SRRK odpowiedzialnego za implementację rozwiązań przewidzianych w Strategii oraz utworzenie w strukturach Ministerstwa Finansów zespołu ds. zarządzania projektem SRRK.
2. Zawarcie porozumienia pomiędzy MF, NBP i KNF w celu spójnej implementacji rozwiązań przewidzianych w SRRK.
3. Utworzenie grup roboczych przy RRRF poświęconych zagadnieniom SRRK, w tym dotyczących m.in. nowych technologii i gold-platingu.
4. Pozyskanie dla krajowego rynku kapitałowego Polaków pracujących za granicą w największych firmach finansowych, konsultingowych, informatycznych i FinTech za granicą.
5. Utworzenie przez uczestników rynku, przy wsparciu organizacyjnym Rządu, biura w Brukseli zajmującego się lobbowaniem w kluczowych instytucjach unijnych.
6. Dodatkowe uprawnienia dla GPW w zakresie wymagania przestrzegania przez spółki publiczne standardów ładu korporacyjnego.
7. Dążenie przez notowane na giełdzie spółki Skarbu Państwa do osiągnięcia co najmniej podobnego poziomu wskaźników C/Z do spółek porównywalnych z Unii Europejskiej.
8. Przyjęcie przez Rząd zasad ładu korporacyjnego dla notowanych na giełdzie spółek Skarbu Państwa.
9. Wzmoczenie działań w zakresie edukacji na temat rynku finansowego między innymi poprzez stworzenie Strategii Edukacji Finansowej.
10. Wdrożenie programów mających na celu przyciągnięcie na polski rynek finansowy oszczędności Polaków żyjących poza granicami Polski.
11. Analiza zasadności wprowadzenia wybranych nowych modeli produktów oszczędnościowych z bardzo prostą funkcjonalnością.
12. Promocja skarbowych produktów oszczędnościowych dystrybuowanych np. przez kanały mobilne, z prostą funkcjonalnością (możliwość zastosowania rozwiązań wykorzystujących technologię rozproszonego rejestru).
13. Aktywny nadzór nad kosztami ponoszonymi przez inwestorów indywidualnych przy jednoczesnym uniemożliwieniu stosowania ukrytych (alternatywnych) opłat i prowizji oraz międzynarodowy benchmarking opłat.
14. Wprowadzenie wymogów jakości świadczenia usług przez nadzorcę, np. w formie SLA.
15. Przyjęcie przez KNF strategii biznesowej oraz operacyjnej.
16. Zwiększenie zaangażowania KNF w rozwój rynku kapitałowego przy jednoczesnym zapewnieniu przejrzystości i proporcjonalności nadzoru.
17. Rozszerzenie prawa do ubiegania się o interpretację KNF o produkty i usługi, które mają na celu rozwój rynku kapitałowego.
18. Zmiana zasad postępowania przed KNF, np. poprzez modyfikację KPA oraz umożliwienie procedowania w języku angielskim.
19. Utworzenie przez KNF „piaskownicy regulacyjnej” dla podmiotów typu FinTech.
20. Konieczność efektywnego monitorowania przez KNF ryzyka wynikającego z rosnących powiązań międzynarodowych polskiej gospodarki.

- 21.** Wdrażanie przepisów unijnych dotyczących rynku kapitałowego w odpowiednim czasie aby pozostawić uczestnikom rynku wystarczający czas na dostosowanie się do regulacji.

---

- 22.** Unikanie gold-platingu przy implementacji prawa UE i zmiana przepisów dotyczących:
  - outsourcingu,
  - wymogu uzyskania zgody emitenta na dopuszczenie do obrotu papierów wartościowych,
  - gwarantowanego poziomu usług w zakresie okresów zatwierdzania prospektów emisyjnych.

---

- 23.** Wypracowywanie na forum UE rozwiązań zapewniających zachowanie zasady proporcjonalności przepisów z punktu widzenia krajowego rynku kapitałowego.

---

- 24.** Wprowadzenie sądów specjalizujących się w sprawach dotyczących rynku finansowego.

---

- 25.** Podwyższenie jakości świadczonych usług i zwiększenie odpowiedzialności podmiotów pośredniczących zajmujących się dystrybucją instrumentów finansowych wobec inwestorów indywidualnych.

---

- 26.** Zwiększenie przejrzystości rynku obligacji niepublicznych - wprowadzenie obowiązku dostarczania KNF sprawozdań dotyczących stabilności finansowej przez emitentów.

---

- 27.** Zapewnienie przeniesienia papierów wartościowych w tym samym dniu w przypadku, gdy uczestnik KDPW prowadzący rachunki papierów wartościowych ogłasza upadłość.

---

- 28.** Wprowadzenie obowiązku korzystania przez fundusze inwestycyjne z wyceny rynkowej obligacji korporacyjnych.

---

- 29.** Wprowadzenie obowiązku nagrywania rozmów w przypadku świadczenia usługi zarządzania portfelem i usługi doradztwa inwestycyjnego.

---

- 30.** Wprowadzenie ram prawnych i regulacyjnych oraz wytycznych dla nowych lub istniejących produktów i usług.

---

- 31.** Wprowadzenie do krajowego systemu prawnego funduszy typu SICAV.

---

- 32.** Wprowadzenie przez KNF standaryzowanych i zautomatyzowanych procesów emisji.

---

- 33.** Usunięcie barier organizacyjnych dla banków w zakresie świadczenia usług inwestycyjnych poprzez wdrożenie jednolitej licencji bankowej

---

- 34.** Wprowadzenie regulacji umożliwiających prowadzenie przez emitentów programów lojalnościowych, a w dalszym etapie wprowadzenie rejestru akcjonariuszy.

---

- 35.** Wprowadzenie ram prawnych dla technologii rozproszonego rejestru (DLT) i pozycjonowania aktywów kryptograficznych na polskim rynku.

---

- 36.** Zachęty podatkowe dla emitentów:
  - euroobligacje – rezygnacja z podatku u źródła w celu zrównania kosztu pozyskania kapitału w walucie obcej z kosztem kapitału pozyskiwanego w PLN,
  - wprowadzenie zwolnienia podatkowego dla emisji obligacji rozwojowych,
  - emitenci publiczni:
    - wprowadzenie ulgi dla kosztów IPO,
    - zwiększenie ulg dla programów akcji pracowniczych.

---

- 37.** Zachęty podatkowe dla inwestorów, wspierające m.in. długoterminowe oszczędzanie:
  - 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,
  - zmniejszona stawka podatku dochodowego od dywidend w przypadku inwestycji długoterminowych,
  - 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.

**38.** Zachęty podatkowe dla pośredników:

- zwolnienie transakcji repo spełniających określone kryteria z podatku od niektórych instytucji finansowych.

**39.** 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.).

**40.** Wylimitowanie opóźnień w rejestracji papierów wartościowych przez sądy po przeprowadzonej emisji akcji.

**41.** Usprawnienia w zakresie ochrony konsumentów:

- przejrzystość i należyte informowanie emitentów w odniesieniu do przestrzegania postanowień rozporządzenia MAR i lobbings na poziomie UE,
- nałożenie obowiązku dochowania należytej staranności przez autoryzowanych doradców na rynku MŚP,
- egzekwowanie obowiązków w zakresie najlepszego wykonywania (ang. *best execution*).

**42.** Plany rozwoju rynku wtórnego akcji zakładające konkurowanie z najlepiej rozwiniętymi rynkami na świecie:

- unowocześnienie technologii na GPW w celu osiągnięcia lepszych mechanizmów kształtowania cen i wyszukiwania źródeł płynności,
- 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,
- znaczące zróżnicowanie produktów, np. typy zleceń, aukcje, SLB,
- działania edukacyjne dla pośredników i inwestorów.

**43.** Współpraca GPW i PAIH w celu ustanowienia przedstawicieli polskiego rynku kapitałowego za granicą.

**44.** Określenie do końca 2020 roku krajowych regulacji dla produktów jak dotąd nieistniejących na polskim rynku a popularnych na najbardziej rozwiniętych rynkach – w tym ETF.

**45.** Zaawansowane mechanizmy kształtowania cen i wyszukiwania płynności dzięki wykorzystaniu nowych i konkurencyjnych technologii przez podmiot prowadzący rynek elektroniczny obligacji skarbowych.

**46.** Ulepszenia w zakresie ochrony konsumentów na niepublicznym rynku pierwotnym:

- obowiązkowa dematerializacja w KDPW,
- 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.

**47.** Rynek wtórny obligacji nieskarbowych:

- ograniczenie liczby platform obrotu celem obniżenia kosztów,
- uproszczenie dostępu do rynku,
- ulepszenie mechanizmów kształtowania cen i wyszukiwania źródeł płynności,



- dywersyfikacja grupy inwestorów.

- 
- 48.** Zmiany w zakresie zasad dotyczących zgromadzeń obligatariuszy oraz administratorów zabezpieczeń.
- 
- 49.** Podjęcie opisanych w Strategii pięciu działań zmierzających do poprawienia skali i wydajności rynku instrumentów pochodnych.
- 
- 50.** Wzmoczone egzekwowanie obowiązku dochowania przez pośredników należytej staranności względem uczestników rynku.
- 
- 51.** Program upowszechniający przygotowywanie analiz dla spółek publicznych (w tym przede wszystkim MŚP).
- 
- 52.** Unowocześnienie, zmiana i rozbudowa technologii:
- wykorzystanie iXBRL w programie zwiększającym pokrycie analityczne,
  - dążenie do większego stosowania handlu algorytmicznego,
  - wzmoczone przestrzeganie zasad najlepszego wykonywania zleceń (ang. *best execution*), zwłaszcza na rynku OTC,
  - usprawnienia w zakresie systemów *back office*.
- 
- 53.** Wdrożenie nowych technologii w celu obniżenia spreadów i kosztów alternatywnych.
- 
- 54.** Centralne rozliczanie transakcji repo.
- 
- 55.** Rozwój usługi pożyczania papierów wartościowych (między innymi dzięki jasnym wytycznym i regulacjom dotyczącym krótkiej sprzedaży), w tym rozliczanych przez kontrahenta centralnego.
- 
- 56.** Dostęp dla KDPW\_CCP do środdziennego kredytu NBP.
- 
- 57.** Stworzenie nowego typu spółki dla start-upów MŚP.
- 
- 58.** Przeprowadzenie przez MF studium wykonalności siedmiu perspektywicznych obszarów innowacji technologicznych.
- 
- 59.** Uregulowanie działalności tzw. platform crowdfundingowych celem rozwoju rynku
- 
- 60.** Akcelerator FinTech przy GPW.