

Warszawa, dnia 25 października 2019 r.

Poz. 1027

**UCHWAŁA NR 114  
RADY MINISTRÓW**

z dnia 1 października 2019 r.

**w sprawie przyjęcia Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego**

Na podstawie art. 14 ust. 5 ustawy z dnia 6 grudnia 2006 r. o zasadach prowadzenia polityki rozwoju (Dz. U. z 2019 r. poz. 1295 i 2020) Rada Ministrów uchwala, co następuje:

**§ 1.** Przyjmuje się Strategię Rozwoju Rynku Kapitałowego, stanowiącą załącznik do uchwały.

**§ 2.** Uchwała wchodzi w życie z dniem ogłoszenia.

Prezes Rady Ministrów: *M. Morawiecki*

Załącznik do uchwały nr 114 Rady Ministrów  
z dnia 1 października 2019 r. (poz. 1027)




# STRATEGIA ROZWOJU RYNKU KAPITAŁOWEGO



## Spis treści

Wstęp .....	10
Streszczenie.....	12
1 – Wdrożenie SRRK .....	12
2 – Kwestie natury ogólnej.....	12
3 – Przewidywalny nadzór i zmiany w zakresie regulacji.....	13
4 – Zachęty podatkowe i administracja skarbowa.....	13
5 – Konkurencyjna struktura rynku.....	13
6 – Innowacje i finansowanie czwartej rewolucji przemysłowej .....	14
7 – Zrównoważone finansowanie (inwestycje proekologiczne).....	14
<b>1. Charakterystyka polskiego rynku kapitałowego .....</b>	<b>15</b>
<b>2. Cele i podstawowe zasady SRRK .....</b>	<b>20</b>
2.1. Cel główny .....	20
2.2. Cele szczegółowe SRRK .....	21
2.2.1. CEL 1: Zwiększenie skali pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym .....	21
2.2.2. CEL 2: Zwiększenie płynności .....	22
2.2.3. CEL 3: Zwiększenie efektywności instytucji pośredniczących.....	22
2.2.4. CEL 4: Zwiększenie udziału oszczędności w gospodarce.....	23
2.2.5. CEL 5: Bardziej efektywne procedury administracyjne.....	23
<b>3. Diagnoza - aktualne bariery na polskim rynku kapitałowym.....</b>	<b>24</b>
<b>4. Planowane działania .....</b>	<b>26</b>
4.1. Obszar 1: Zarządzanie Projektem SRRK .....	26
4.1.1. Powołanie Pełnomocnika ministra finansów, inwestycji i rozwoju ds. wdrożenia SRRK.....	26
4.1.2. Ustanowienie i funkcjonowanie zespołu ds. zarządzania Projektem oraz powołanie tematycznych grup Roboczych przy RRRF.....	26
4.1.3. Koordynacja działań pomiędzy MF, NBP i KNF .....	28
4.2. Obszar 2: Kwestie natury ogólnej.....	28
4.2.1. Wzmacnianie Zaufania.....	29
4.2.2. Wzmacnianie i przestrzeganie standardów ładu korporacyjnego.....	29
4.2.3. Oszczędności, integracja i edukacja w zakresie rynku finansowego.....	31
4.2.4. Zasoby ludzkie.....	34
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.....	42
4.4. Obszar 4: Zachęty podatkowe i administracja skarbowa .....	45
4.4.1. Zachęty podatkowe dla emitentów.....	45
4.4.2. Zachęty podatkowe dla inwestorów.....	46
4.4.3. Zwolnienie z podatku od niektórych instytucji finansowych.....	46
4.4.4. Usprawnienia w zakresie administracji skarbowej i inne zmiany podatkowe.....	47
4.5. Obszar 5: Struktura rynku:.....	47
4.5.1. Rynek akcji.....	48
4.5.2. Skarbowe papiery wartościowe i transakcje typu repo .....	50
4.5.3. Obligacje rozwojowe i komunalne.....	53
4.5.4. Obligacje korporacyjne .....	54
4.5.5. Instrumenty pochodne .....	56
4.5.6. Instytucje pośredniczące .....	57
4.5.7. Opłaty i koszty.....	60
4.5.8. Infrastruktura posttransakcyjna .....	61
4.6. Obszar 6: Innowacje .....	63
4.7. Obszar 7: Zrównoważone finansowanie (inwestycje proekologiczne).....	65
<b>5. Program wdrożenia .....</b>	<b>68</b>
5.1. System raportowania i monitorowania postępów prac .....	68
5.2. Finansowanie .....	68
<b>6. Bibliografia .....</b>	<b>69</b>
Akty prawne.....	69
Pozostałe źródła.....	70

 Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego

Wybrane strony internetowe .....	71
7. Słowniczek .....	72
8. Załącznik – zestawienie najważniejszych działań.....	75

## Spis rysunków


Rys. 1. Wybrane pozabankowe zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw .....	15
Rys. 2. Kapitalizacja spółek krajowych GPW vs liczba spółek .....	16
Rys. 3. Średnie dzienne obroty netto pozagieldowymi instrumentami pochodnymi na rynku krajowym .....	17
Rys. 4. Średnie dzienne obroty netto giełdowymi instrumentami pochodnymi na rynku krajowym .....	17
Rys. 5. Zagregowana wartość aktywów klientów domów maklerskich w 1 kw. 2016–3 kw. 2018 .....	17
Rys. 6. Wynik finansowy netto domów maklerskich w 1 kw. 2016–3 kw. 2018 .....	18
Rys. 7. Wartość aktywów ogółem w podziale na fundusze wg stanu na czerwiec 2018 r. ....	18
Rys. 8. Aktywa funduszy inwestycyjnych w latach 2016–2018 .....	19
Rys. 9. Koszt kredytu bankowego dla przedsiębiorstw niefinansowych (dane miesięczne, denominowane w walucie krajowej, okres między 1 a 5 lat) .....	20
Rys. 10. Wskaźnik płynności na giełdach w Europie w 2016 r. ....	22
Rys. 11. Struktura wdrażania SRRK .....	26
Rys. 12. Organizacja projektu wdrożenia SRRK .....	28
Rys. 13. Wiedza z zakresu finansów, jej wykorzystywanie w praktyce (zachowanie), stopień skłonności do oszczędzania (postawa) .....	33

## 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 (ang. <i>central securities depository</i> )
<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>EBC</b>	Europejski Bank Centralny
<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> )

## Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego

<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>MF</b>	Ministerstwo Finansów
<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>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>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> )

 Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego

<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>UKNF</b>	Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
<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 wylonionym 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, w celu 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 r. *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 umożliwienia polskim przedsiębiorstwom sprostaną 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 w celu 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.

Doświadczenia 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 przejrzystości 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. Nasz rynek udziałowych i dłużnych papierów wartościowych wciąż odgrywa relatywnie niewielką rolę w finansowaniu działalności przedsiębiorstw. 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 debiutów 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 w pełni komplementarne.

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,

<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.

*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 i kompleksowym planem rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Obejmuje ona lata 2019–2023 i jej zamiarem jest istotne podniesienie konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego. Jest to dokument komplementarny w stosunku do opracowywanej przez Ministerstwo Przedsiębiorczości i Technologii Strategii Innowacyjności i Efektywności Gospodarki (Strategii Produktywności).

W SRRK wskazuje się 90 działań, które powinny zostać podjęte w celu 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 w celu aktualizacji założeń i planowanych działań.

Niniejszy dokument składa się z pięciu rozdziałów oraz załącznika, stanowiącego zbiór najważniejszych działań, które należy podjąć w celu 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 2019 r. poz. 1295).

## Streszczenie

W 2018 r. 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 osiągniany. 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 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, Inwestycji i Rozwoju ds. wdrożenia SRRK w randze Sekretarza lub Podsekretarza Stanu w Ministerstwie Finansów, wyposażonego w skuteczne narzędzia, dzięki którym będzie mógł wypełniać 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 – przy uwzględnieniu obowiązujących przepisów regulujących funkcjonowanie wymienionych podmiotów. 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 ułatwienia 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.

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

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

### 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 niniejszym dokumencie 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 stworzenie lepszych produktów w tym zakresie. Konieczna jest ponadto długoterminowa strategia, z uzgodnionym pomiędzy wszystkimi interesariuszami (w tym państwowymi, jak NBP i KNF), podziałem obowiązków oraz niezbędnym wsparciem finansowym – przy uwzględnieniu obowiązujących przepisów regulujących funkcjonowanie wymienionych podmiotów. Wiedza z zakresu finansów powinna być na tyle powszechna, aby 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 ostatnich szacunków obejmuje 17% Polaków<sup>9)</sup>.

### Zasoby ludzkie

W dalszej części dokumentu zidentyfikowano potrzebę zachęcenia do podjęcia działalności na polskim rynku kapitałowym 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 zaostrzania) 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.

## 4 – ZACHĘTY PODATKOWE I ADMINISTRACJA SKARBOWA

Istotną część dokumentu poświęcona jest zaproponowaniu rozwiązań w zakresie przepisów podatkowych mających na celu zachęcenie spółek, które wykazują potrzebę zdobywania finansowania i rozwoju swojej działalności, do większego korzystania z instrumentów oferowanych przez rynek kapitałowy, jak również zaktywizowania 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 oferowanych na rynku usług. Celem tych propozycji jest przede wszystkim zapewnienie uczestnikom rynku bardziej efektywnego 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,

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

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

- 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 państw ponoszonych na obszar R&D (badania i rozwój) 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 podejmowania takiej działalności. Obejmuje to znaczące wykorzystanie procesów prawnych i regulacyjnych, e-administracji oraz tworzenie perspektywicznych rozwiązań FinTech.

## 7 - ZRÓWNOWAŻONE FINANSOWANIE (INWESTYCJE PROEKOLOGICZNE)

Strategia rozwoju polskiego rynku kapitałowego musi uwzględniać podejmowane przez organizacje międzynarodowe działania promujące zrównoważone finansowanie (ang. *sustainable finance*) oraz rosnącą grupę inwestorów zainteresowanych finansowaniem szeroko rozumianych działań realizowanych na rzecz zrównoważonego rozwoju (ang. *sustainable development*). Zrównoważone finansowanie definiuje się jako włączenie czynników środowiskowych, społecznych i zarządczych (tzw. czynników ESG: *environmental* – środowiskowe, *social* – społeczne, *governance* – zarządcze) w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, co ma prowadzić do zwiększenia inwestycji w długoterminowe działania nakierowane na zrównoważony rozwój.

O rosnącej popularności zrównoważonego finansowania świadczy m.in. zawarcie w 2015 r. klimatycznego Porozumienia Paryskiego oraz opracowanie dokumentów *Agenda ONZ na rzecz zrównoważonego rozwoju 2030* i *Plan działania: finansowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego* Komisji Europejskiej. Pochodną tego ostatniego jest inicjatywa legislacyjna Komisji Europejskiej obejmująca pakiet trzech rozporządzeń (tzw. pakiet *sustainable finance*). Celem tych działań jest zwiększenie zaangażowania rynku finansowego w zrównoważony wzrost sprzyjający eliminacji wyłączenia społecznego oraz uwzględnienie czynników z zakresu ochrony środowiska, polityki społecznej i ładu korporacyjnego w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, a co za tym idzie zmobilizowanie prywatnych rynków finansowych do skierowania znaczących środków na transformację gospodarki europejskiej w kierunku niskoemisyjnym. Działania na poziomie międzynarodowym pokazują, jaki kierunek obierają rządy na całym świecie, potwierdzając jednocześnie konieczność włączenia polskiego rynku kapitałowego w ten światowy nurt. Już teraz Polska zaangażowana jest w środowiskowe działania, o czym świadczy organizacja szczytu klimatycznego ONZ w Katowicach w 2018 r.

Wydaje się ponadto, że dążenie przez polski rynek kapitałowy do coraz większego finansowania tak zwanych zrównoważonych inwestycji jest również zgodne z polską polityką energetyczną i ochrony środowiska (między innymi w zakresie programów zwalczania smogu).

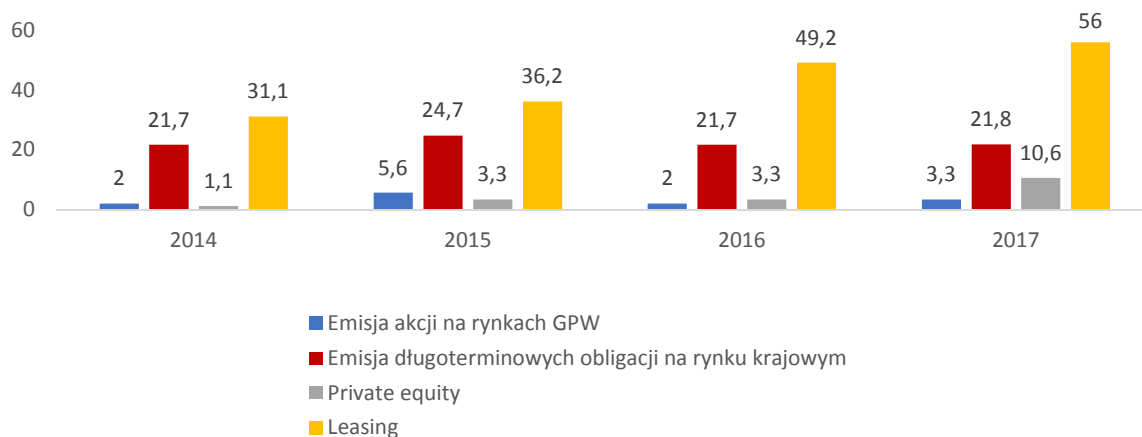
<sup>10)</sup> Dane OECD za 2016 r.

## 1. Charakterystyka polskiego rynku kapitałowego

Globalna agencja indeksowa FTSE Russell we wrześniu 2018 r. 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 od niemal dekady kraj, 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.

Polskie przedsiębiorstwa relatywnie mało korzystają z zewnętrznych źródeł finansowania. Swoją działalność finansują głównie zyskiem z lat ubiegłych. Zgodnie z danymi Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości, około 17,5% MŚP finansuje swoją działalność kredytem bankowym<sup>11)</sup>. Ponadto polskie przedsiębiorstwa w relatywnie ograniczonym stopniu wykorzystują instrumenty rynku kapitałowego w finansowaniu swojej działalności. Poniższy rysunek pokazuje, że oprócz kredytu bankowego jednym z głównych źródeł finansowania zewnętrznego polskich firm jest leasing. Ponadto w ostatnich latach obserwuje się duży wzrost znaczenia finansowania poprzez fundusze typu private equity.

Rys. 1. Wybrane pozabankowe zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw



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. Tendencje te powodują, że rynek kapitałowy staje się mniej atrakcyjnym źródłem pozyskania kapitału. Należy więc zadbać o zwiększenie efektywności funkcjonowania rynku kapitałowego, tak aby finansowanie przez rynek kapitałowy rozwoju polskich przedsiębiorstw, a tym samym całej gospodarki było zjawiskiem bardziej powszechnym i stanowiło dostępną i atrakcyjną formę pozyskania kapitału.

### Bieżące wyniki polskiej giełdy

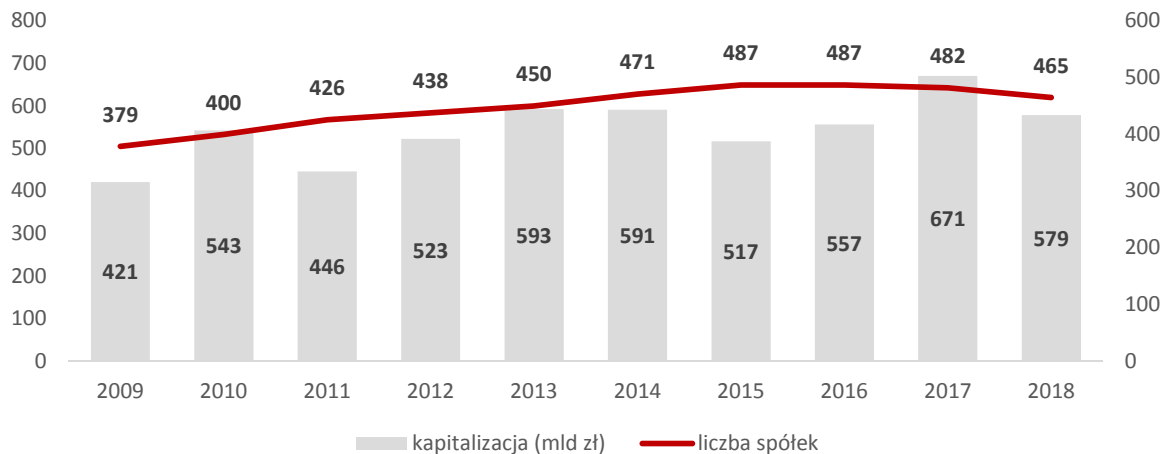
Warszawska giełda jest pod względem kapitalizacji (579 mld PLN w 2018 r.) dziesięciokrotnie mniejsza od giełdy niemieckiej czy szwedzkiej (przy mniejszej lub zdecydowanie mniejszej liczbie notowanych spółek na tych parkietach). Wartość obrotów na Rynku Głównym od kilku lat pozostaje na podobnym poziomie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

<sup>11)</sup> Dane za 2016 r. Zob. PARP, *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Warszawa 2019 r.

Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego

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>12)</sup>.

Rys. 2. Kapitalizacja spółek krajowych GPW vs liczba spółek



Uwaga: Na lewej osi przedstawiono kapitalizację spółek krajowych GPW w mld PLN, 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 r. wartość pojedynczej oferty na polskiej giełdzie nie przekroczyła 100 mln PLN. Według najnowszego raportu PwC *IPO Watch Europe* w 2018 r. wartość nowych emisji wyniosła zaledwie 81 mln EUR<sup>13)</sup>, co jest najniższym wynikiem od 2003 r. Tak niski poziom aktywności na rynku IPO oznacza, że obecnie trudno mówić o wypełnieniu roli giełdy, do jakiej została powołana, tj. finansowania polskich przedsiębiorstw. Tym samym należy podjąć działania nakierowane na odwrócenie negatywnych tendencji na polskim rynku kapitałowym, które zwiększą atrakcyjność rynku kapitałowego jako źródła pozyskania kapitału.

#### 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 (emitowanymi 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 znaczna część obligacji, które znajdują się w posiadaniu przedsiębiorstw niefinansowych. Większość obligacji korporacyjnych nie jest rejestrowana w KDPW – na koniec 2017 r. zdematerializowano tam DPDP o wartości ponad 25 mld PLN (co stanowi około 30% wartości wszystkich emisji pozostających w obrocie na tym rynku). Od wielu lat na krajowym rynku obligacji korporacyjnych dominują emisje w trybie oferty niepublicznej, w 2017 r. w tym trybie zorganizowano około 90% wszystkich, pod względem wartości, emisji<sup>14)</sup>.

Według danych GPW na dzień 21 stycznia 2019 r. 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 PLN. Warto zauważyć, że jedynie 14 podmiotów emitowało instrumenty dłużne denominowane w EUR, zaś wartość emisji wyniosła 17,10 mld EUR<sup>15)</sup>.

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>16)</sup>, co pokazano na poniższych wykresach.

<sup>12)</sup> Źródło: FESE, LSEG.

<sup>13)</sup> PwC, *IPO Watch Europe 2018, 2019*.

<sup>14)</sup> NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2017 r.*, Warszawa 2018 r.

<sup>15)</sup> Według danych Catalyst. Zob. <https://gpwcatalyst.pl/statystyki>.

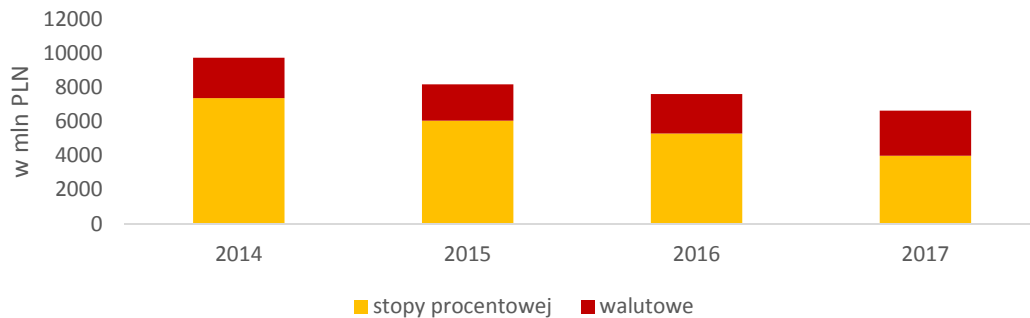
<sup>16)</sup> NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2017 r.*, Warszawa 2018 r.



Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego

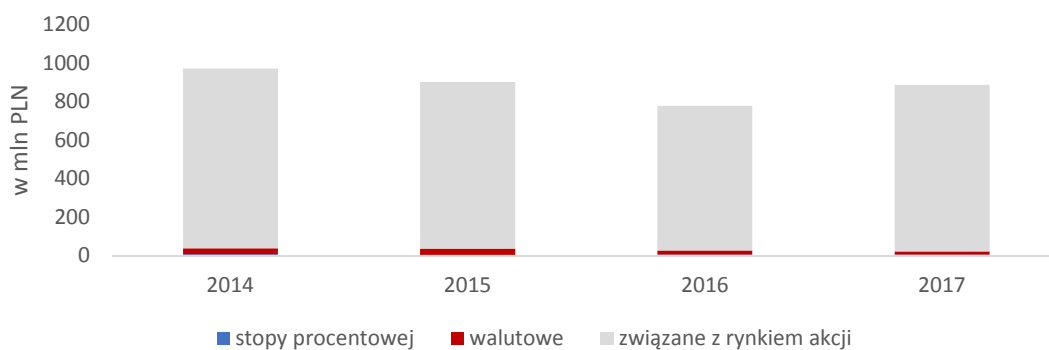
W tym kontekście warto wskazać, iż na polskim rynku funkcjonuje od 2014 r. jeden z 16 w UE, autoryzowanych na podstawie przepisów rozporządzenia EMIR, kontrahentów centralnych (CCP) – KDPW\_CCP, rozliczający giełdowe i pozagiełdowe instrumenty pochodne. Zakres usług świadczonych przez KDPW\_CCP obejmuje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

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



Źródło: NBP.

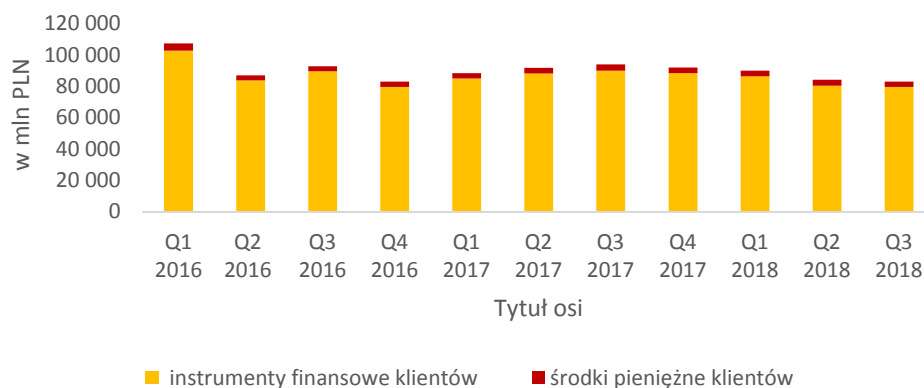
**Rys. 4. Średnie dzienne obroty netto giełdowymi instrumentami pochodnymi na rynku krajowym**



Źródło: GPW i NBP.

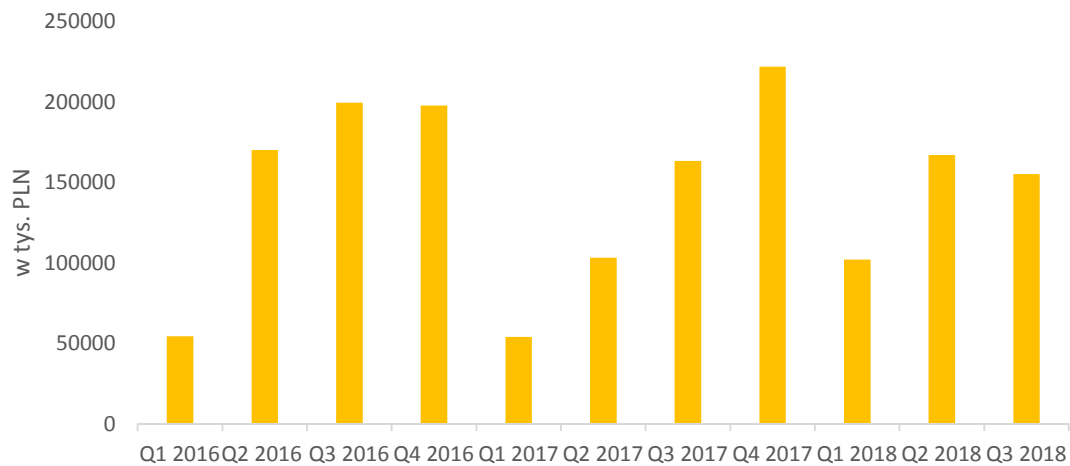
Należy również zwrócić uwagę na formę zorganizowania instytucji pośredniczących pomiędzy emitentami i inwestorami na polskim rynku. Zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi w polskim porządku prawnym istnieje zasada tzw. przymusu maklerskiego przy przeprowadzaniu publicznych ofert papierów wartościowych<sup>17)</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 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**



<sup>17)</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2018 r. poz. 2286, z późn. zm.).

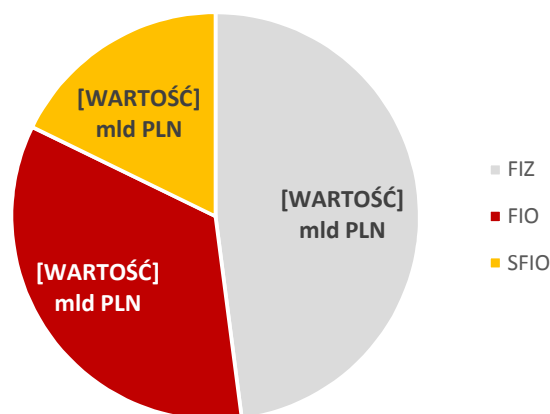
Źródło: UKNF.

**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>18)</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 funkcjonują 63 takie towarzystwa<sup>19)</sup>.

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

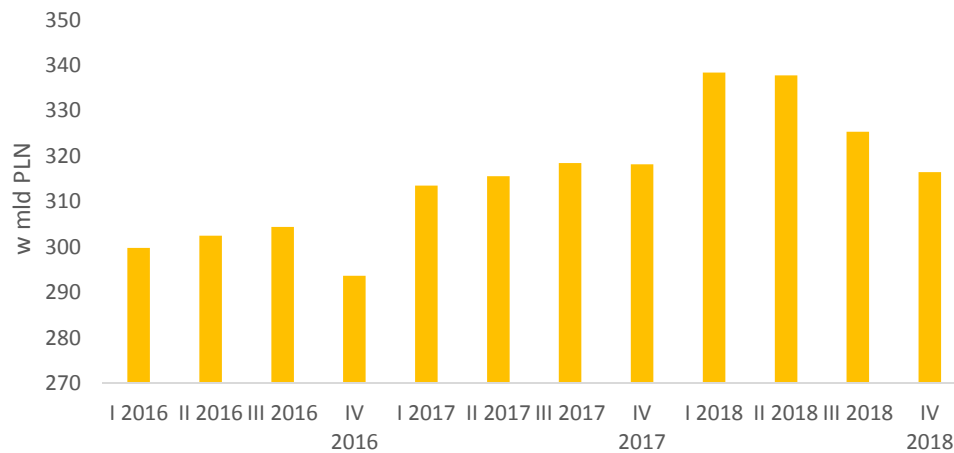
**Rys. 7. Wartość aktywów ogółem w podziale na fundusze wg stanu na czerwiec 2018 r.**

Źródło: GUS.

<sup>18)</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2018 r. poz. 1355, z późn. zm.).

<sup>19)</sup> Według danych UKNF.

Rys. 8. Aktywa funduszy inwestycyjnych w latach 2016–2018



Źródło: UKNF.

Należy zauważyć, iż wartość aktywów zarządzanych przez polskie fundusze inwestycyjne znajduje się obecnie w tendencji spadkowej, wynosząc pod koniec 2018 r. 316,5 mld PLN.

Niewątpliwie polski rynek kapitałowy na przestrzeni ostatnich prawie trzydziestu lat rozwinął się na tyle, aby zyskać istotną pozycję w Europie Środkowo-Wschodniej. Niemniej 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 na międzynarodowym poziomie rynek kapitałowy, który w istotnym stopniu będzie wspierał długoterminowy rozwój polskiej gospodarki.

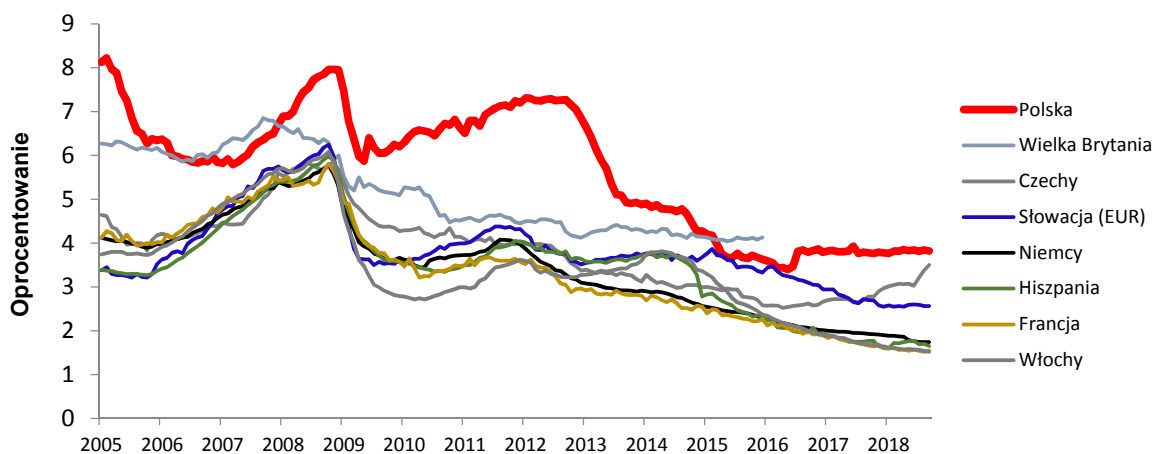
Dążąc do stworzenia takiego rynku, Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego opiera się na poniższych fundamentalnych zasadach, które powinny przyświecać jej wdrażaniu:

1. wzmacnianie zaufania do rynku;
2. silna ochrona inwestorów indywidualnych;
3. stabilność otoczenia regulacyjnego i nadzorczego;
4. wykorzystywanie konkurencyjnych nowych technologii;
5. promowanie zrównoważonego finansowania (inwestycji proekologicznych).

### 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). Wysokość oprocentowania kredytu zależy oczywiście od wielu czynników, m.in. od parametrów polityki pieniężnej, konkurencji w sektorze bankowym czy też oceny ryzyka kredytowego dokonywanej przez banki. Niemniej 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 nowatorskich, długoterminowych i obciążonych ryzykiem zbyt wysokim z punktu widzenia procedur bankowych<sup>20)</sup>. Częściowo wynika to z

<sup>20)</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*

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>21)</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>22)</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 finansowania bankowego, 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>23)</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.

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

Polska jest 23 gospodarką świata pod względem nominalnego PKB<sup>24)</sup>, jednak GPW pod względem wartości rynkowej spółek plasuje się dopiero na 33 pozycji na świecie<sup>25)</sup>. 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>26)</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>27)</sup>, przekraczając tym samym poziom tego wskaźnika dla średniej UE.

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

---

*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>21)</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>22)</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; Courmède, 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>23)</sup> Zob. Nassr I.K., Wehinger, *Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs*, OECD Journal: Financial Market Trends, Vol 2015/1.

<sup>24)</sup> Według danych Banku Światowego za 2016 r.

<sup>25)</sup> Taki stan rzeczy w znacznej mierze wynika ze specyfiki polskiej gospodarki, gdzie w obrocie gospodarczym przeważają podmioty o relatywnie małej skali działania, w porównaniu do podmiotów gospodarczych funkcjonujących na pozostałych rynkach rozwiniętych. Mikro-, małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP) odgrywają istotną rolę w polskiej i europejskiej gospodarce. Według danych opublikowanych przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości (PARP), takie firmy generują prawie ¾ polskiego PKB.

<sup>26)</sup> Według danych Światowej Federacji Giełd (*World Federation of Exchanges*) za luty 2017.

<sup>27)</sup> Według danych NBP za lata 2013-2017. Dla porównania wskaźnik ten w 2017 r. 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.

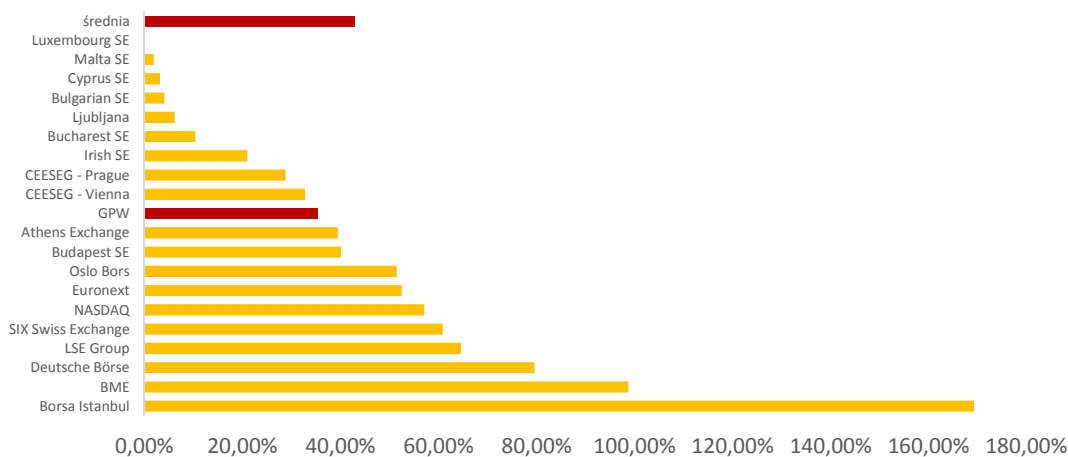
## Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego

- rozwój nowych spółek FinTech i wdrażania nowych technologii,
- wprowadzenie Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK),
- pobudzenie aktywności inwestorów indywidualnych i lepsza edukacja finansowa,
- rozwój nowych struktur rynkowych i dedykowanych zachęt.

### 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 r. 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 EUR), LSEG. Uwaga: Wskaźnik został obliczony jako stosunek obrotów poszczególnych giełd za 2016 r. do średniej rocznej kapitalizacji z końca każdego miesiąca.

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 w ramach obrotu zorganizowanego, oraz
- obniżenie kosztów transakcji (bezpośrednich i ukrytych, taryf oraz spreadów).

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

Pośrednikiem na rynku kapitałowym jest instytucja, która stanowi niezbędne ogniwo umożliwiające kontakt pomiędzy podmiotami, potrzebującymi kapitału na sfinansowanie swojej działalności lub wszelkich projektów inwestycyjnych z podmiotami, które ten kapitał posiadają. Ze względu na kluczową rolę instytucji pośrednictwa w procesie inwestycyjnym należy dążyć do zwiększenia 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, w tym zagranicznych, do polskiego rynku.

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>28)</sup>.

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

- do 2025 r. poziom stopy oszczędności gospodarstw domowych brutto wzrósł do ok. 8% dochodu brutto do dyspozycji (z poziomu 2,60%)<sup>29)</sup>, osiągając stopę oszczędności prywatnych obserwowaną w państwach takich jak Finlandia czy Dania;
- do 2030 r. dorównać poziomowi stopy oszczędności średniej państw Unii Europejskiej, tj. ok. 11%<sup>30), 31)</sup>.

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>32)</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>33)</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, stanowiąc 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.

<sup>28)</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>29)</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>30)</sup> Średnia stopa oszczędności w latach 2012-2016 według danych Eurostatu.

<sup>31)</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 inwestycyjne 11%, w SRRK zakłada się podniesienie poziomu oszczędności Polaków w trzech ostatnich formach inwestowania.

<sup>32)</sup> Zgodnie z danymi Eurostatu za 2017 r. oraz długoterminowymi prognozami na 2050 r.

<sup>33)</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: Adn 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 w dniu 16 marca 2018 r. Ministerstwo Finansów wysłało do członków Rady Rozwoju Rynku Finansowego opracowane przez zewnętrznych konsultantów kwestionariusze, których celem było wskazanie przez uczestników polskiego rynku finansowego potencjalnych utrudnień 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. Przetarzałe 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.

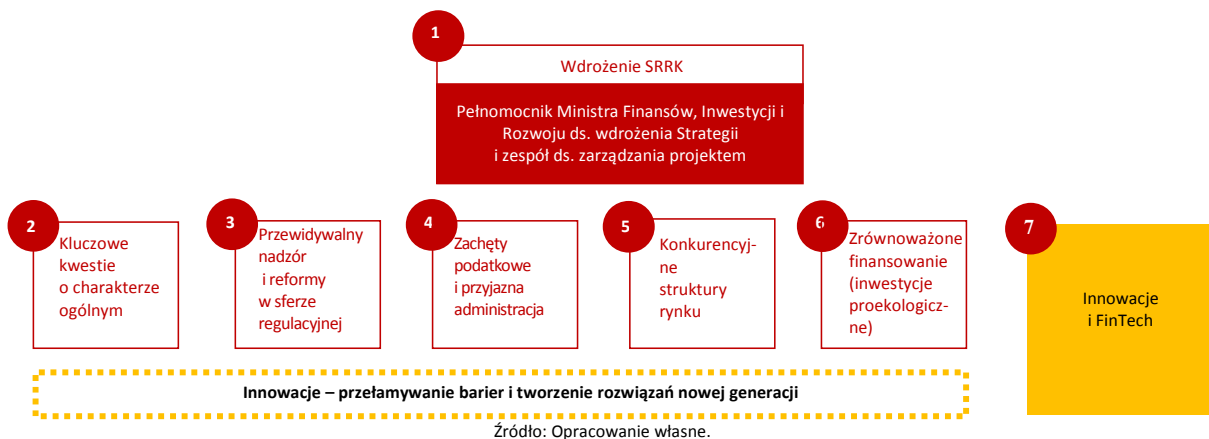
**BARIERY PODATKOWE**

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



### 4.1. OBSZAR 1: ZARZĄDZANIE PROJEKTEM SRRK

#### 4.1.1. POWOŁANIE PEŁNOMOCNIKA MINISTRA FINANSÓW, INWESTYCJI I ROZWOJU 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, Inwestycji i Rozwoju, któremu będzie podlegał 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 Ministerstwo Finansów podejmowało 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>34)</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. Jednocześnie kwestie związane z wdrażaniem rozwiązań z zakresu zaawansowanych innowacji będą również omawiane na posiedzeniach międzyresortowego Zespołu ds. Innowacji.

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

<sup>34)</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.

Rządu, przedstawicielstwa – biura lobbingowego 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, Inwestycji i Rozwoju 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, Inwestycji i Rozwoju 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, Inwestycji i Rozwoju, w celu prezentacji przez niego na forum RRRF, kwartalnego raportu o postępach w implementacji Strategii i dalszych planowanych działaniach.

#### 4.1.2.3. Powołanie grupy roboczej przy RRRF ds. wdrożenia projektu SRRK

W procesie wdrażania SRRK konieczne jest wykorzystanie wiedzy i doświadczenia uczestników polskiego rynku kapitałowego, w związku z czym w ramach RRRF zostanie powołana grupa robocza ds. wdrożenia rozwiązań przewidzianych w niniejszym projekcie, koordynowana przez wspomniany wyżej zespół ds. zarządzania projektem SRRK. Grupa ta będzie prowadzić swoje prace według obszarów tematycznych, w odniesieniu do których istnieje największe zapotrzebowanie ze strony uczestników rynku przeprowadzenia dyskusji i pogłębionej analizy.

Proponowane obszary tematyczne grupy roboczej przy RRRF ds. wdrożenia SRRK:

1. Rynek zorganizowany,
2. MŚP i rynek niepubliczny,
3. Innowacje i FinTech,
4. Instrumenty pochodne,
5. Infrastruktura post-transakcyjna i relacje inwestorskie,
6. Ład korporacyjny,
7. Ekspansja i konkurencyjność międzynarodowa,
8. Ochrona inwestorów indywidualnych,
9. Wysokość kosztów transakcyjnych i innych opłat rynkowych,
10. Fundusze inwestycyjne i inwestorzy instytucjonalni.

Podczas spotkań grup roboczych będą zapraszane, w miarę możliwości, osoby posiadające doświadczenie w największych międzynarodowych instytucjach finansowych, konsultingowych czy informatycznych w celu wykorzystania ich wiedzy i doświadczenia w pracy na najbardziej rozwiniętych rynkach zagranicznych.

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 w SRRK, czyli *de facto* na rzecz rozwoju rynku kapitałowego – przy uwzględnieniu obowiązujących przepisów regulujących funkcjonowanie wymienionych podmiotów. 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>35)</sup>.

#### DZIAŁANIA – ZARZĄDZANIE SRRK

1. Ustanowienie Pełnomocnika Ministra Finansów, Inwestycji i Rozwoju 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 grupy roboczej przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego do spraw wdrożenia rozwiązań przewidzianych w SRRK.
6. Pozyskanie dla krajowego rynku kapitałowego Polaków pracujących za granicą w największych firmach finansowych, konsultingowych, informatycznych i FinTech.
7. Utworzenie przez uczestników rynku, przy wsparciu organizacyjnym Rządu, biura w Brukseli zajmującego się lobbowaniem w kluczowych instytucjach unijnych.

#### 4.2. OBSZAR 2: KWESTIE NATURY OGÓLNEJ

W SRRK zidentyfikowano następujące kwestie o charakterze ogólnym, które wymagają podjęcia ukierunkowanych działań:

- zaufanie,
- standardy ładu korporacyjnego,
- oszczędności i edukacja w zakresie rynku finansowego,
- zasoby ludzkie.

<sup>35)</sup> Przykładowo trójstronne porozumienie może wzorować się na dokumentach przyjętych w wielu krajach, w tym w Wielkiej Brytanii.

#### 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.

W tym kontekście dużym wyzwaniem dla rynku kapitałowego jest także sposób przeprowadzania zmian legislacyjnych wynikających z potrzeby dostosowywania do zmieniającego się otoczenia czy technologii. Czynnikiem gwarantującym przewidywalność regulacji powinna być wysoka jakość procesu legislacyjnego, proporcjonalność wdrażanych rozwiązań oraz przeznaczanie odpowiednio długiego czasu na konsultacje społeczne oraz implementację nowych przepisów przez uczestników rynku. Należy w miarę możliwości unikać sytuacji, gdy w sposób raptowny i nieoczekiwany zmieniają się warunki działania na rynku.

Niniejszy dokument 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.

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>36)</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.

<sup>36)</sup> OECD, *Principles of Corporate Governance*, 1999.

### Zwiększenie uprawnień dla GPW

Obecnie obowiązujące wymogi wobec spółek w zakresie ładu korporacyjnego wynikają z ustawy o ofercie publicznej<sup>37)</sup>, implementującej przepisy tzw. dyrektywy Transparency<sup>38)</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.

Proponuje się, aby Giełda Papierów Wartościowych w większym stopniu niż dotychczas realizowała swoje uprawnienia określone w Regulaminie Giełdy, polegające na weryfikowaniu oświadczeń spółek giełdowych w sprawie ładu korporacyjnego, jak również nakładaniu kar regulaminowych na emitentów nieprawidłowo wypełniających obowiązki informacyjne wynikające z faktu stosowania standardów zawartych w dokumencie „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016”. Dodatkowo GPW powinna podejmować działania edukacyjne w zakresie ładu korporacyjnego. Środki te powinny obejmować:

- szkolenia dla członków zarządów i rad nadzorczych,
- propagowanie rozwiązań technicznych poprawiających dostępność do informacji na temat stosowania zasad Dobrych Praktyk przez spółki notowane na giełdzie, w tym publiczne ogłaszanie statystyk dotyczących ładu korporacyjnego.

Ponadto, ponieważ Skarb Państwa kontroluje bezpośrednio i pośrednio około 70% kapitalizacji spółek z indeksu WIG 20, zasadne jest, żeby Rząd był prekursorem stosowania zasad ładu korporacyjnego w odniesieniu do polskiego rynku kapitałowego. W związku z tym Rząd powinien podjąć działania, aby spółki z udziałem Skarbu Państwa notowane na GPW w jak największym stopniu stosowały zasady ładu korporacyjnego obowiązujące spółki giełdowe, zawarte w dokumencie „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016”. Spółki Skarbu Państwa powinny być wzorem do naśladowania dla pozostałych notowanych na giełdzie spółek w zakresie przestrzegania zasad ładu korporacyjnego.

### DZIAŁANIA - ŁAD KORPORACYJNY

1. Realizacja przez GPW w większym stopniu niż dotychczas uprawnień określonych w Regulaminie Giełdy dotyczących egzekwowania od spółek giełdowych przestrzegania zasad ładu korporacyjnego.
2. Podjęcie przez Rząd działań zmierzających do tego, aby spółki z udziałem Skarbu Państwa notowane na GPW w jak największym stopniu stosowały zasady ładu korporacyjnego obowiązujące spółki giełdowe, zawarte w dokumencie „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016”.

<sup>37)</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>38)</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 z 06.11.2013, str. 13, z późn. zm.).

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

W Strategii zakłada się zwiększenie udziału oszczędności w gospodarce, aby do 2025 r. 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 r. dorównał poziomowi stopy oszczędności średniej państw Unii Europejskiej, tj. ok. 11%.

Kluczowe znaczenie w tym zakresie będą odgrywać 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>39)</sup>.

Przeszkodę dla rozwoju kultury oszczędności w Polsce mogą stanowić między innymi następujące bariery:

1. Niski poziom przeciętnych zarobków względem najbardziej rozwiniętych państw.
2. Niski poziom wiedzy z zakresu funkcjonowania rynku finansowego, co należy wytłumaczyć między innymi tym, że polski rynek istnieje od niespełna 30 lat.
3. Zmiany w krajowym systemie emerytalnym na przestrzeni ostatnich lat.
4. Niskie długoterminowe stopy procentowe.
5. Ujemne wyniki finansowe netto kluczowych produktów indeksowych, wysokie koszty pośrednictwa oraz koszty wcześniejszego wykupu poważnie ograniczają poziom oszczędności długoterminowych.
6. Brak zaufania wobec instytucji finansowych w związku z odnotowanymi przypadkami *misselingu*.
7. Duża skłonność 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 konsumentów. Aby stymulować tę zmianę, należy:

1. opracować kompleksową Strategię Edukacji Finansowej (patrz: 4.2.3.3),
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*), oraz
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>40)</sup>, przy wykorzystaniu jasnych i publicznie dostępnych wytycznych opublikowanych przez KNF,
5. rozważyć wprowadzenie wybranych nowych modeli produktów oszczędnościowych z prostą funkcjonalnością, np. rozwiązań podobnych do tych oferowanych przez brytyjski NS&I (*nsandi.com*). Produkty te mogą być oferowane przez aplikacje (portfele) mobilne wraz z szeregiem różnych struktur dedykowanych poszczególnym grupom demograficznym. Ponadto taka mobilna platforma powinna osiągnąć najwyższe cyfrowe standardy,
6. przeanalizować w ramach jednego z bloków tematycznych powoływanej grupy roboczej RRRF zasadność wprowadzenia mechanizmu uzależnienia prowizji pośrednika od zysków inwestora w długim okresie.

<sup>39)</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 r. stopa oszczędności brutto gospodarstw domowych w Polsce wyniosła 4,36%. Dla porównania w 2016 r. 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% oraz 8,71%. W tym samym roku najniższą stopę oszczędności osiągnęły Litwa 0,16% oraz Cypr -3,15%.

<sup>40)</sup> Ustawa z dnia 4 października 2018 r. o pracowniczych planach kapitałowych (Dz. U. poz. 2215, z późn. zm.) 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.

## 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>41)</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>42)</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.

## 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 prowadzenia 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>43)</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>44)</sup>.

<sup>41)</sup> Stavarek D., Repkova I., Gajdosova K., *Theory of Financial integration and achievements in the European Union*, Munich Personal RePEc Archive, lipiec 2011.

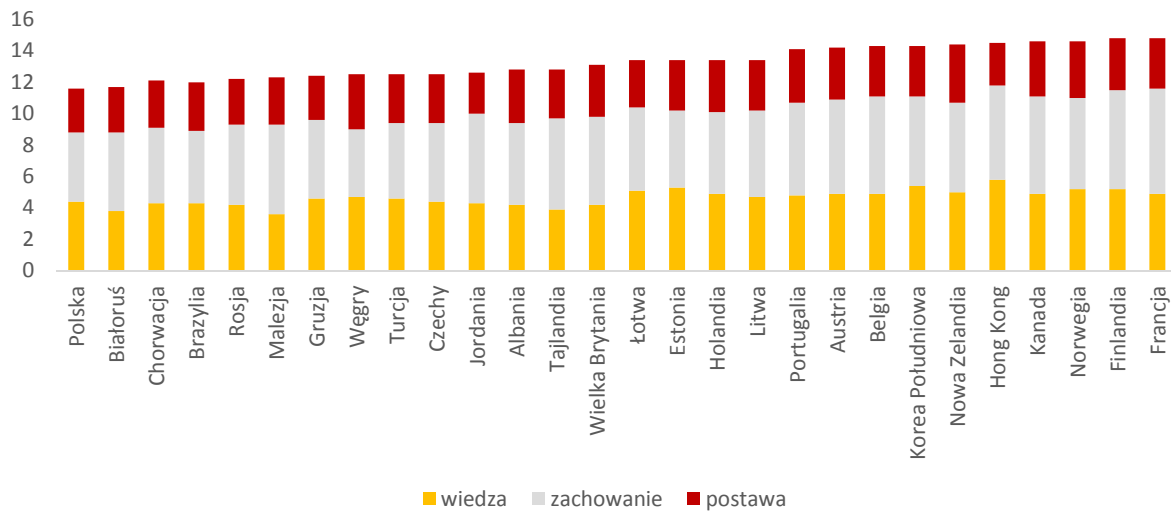
<sup>42)</sup> Baele, L. i inni, *Measuring Financial Integration in the Euro Area*, European Central Bank Occasional Paper Series No. 14, 2004.

<sup>43)</sup> Leifels A., Metzger G., *Financial literacy helps with business start-ups: easier, better funded, more competitive*, KFP Research, październik 2015.

<sup>44)</sup> OECD/INFE, *International Survey of Adult Financial Literacy Competencies*, 2016.



**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 za 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.

W związku z tym zespół ds. zarządzania projektem SRRK będzie współpracować z nowo powołaną Radą Edukacji Finansowej<sup>45)</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>46)</sup>.

Ponadto Ministerstwo Finansów podejmie współpracę z Ministerstwem Edukacji Narodowej i Ministerstwem Nauki i Szkolnictwa Wyższego w celu promowania obowiązkowej edukacji w zakresie finansów, jak również przeglądu programów nauczania pod kątem wprowadzenia treści związanych z edukacją finansową na każdym etapie kształcenia i docelowo rozważy wprowadzenie w szkołach odrębnego przedmiotu poświęconego edukacji finansowej. Należy również zapewnić udział stowarzyszeń branżowych rynku finansowego w szkoleniu nauczycieli w zakresie edukacji finansowej.

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,

<sup>45)</sup> Rada Edukacji Finansowej została wprowadzona 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. poz. 2243, z późn. zm.). Rada wyznacza kierunki i sposób realizacji zadań Funduszu Edukacji Finansowej, sprawuje nadzór nad realizacją jego zadań oraz nad gospodarowaniem środkami Funduszu.

<sup>46)</sup> OECD, *National Strategies for financial education. OECD/INFE Policy Handbook*, 2015.

- promocję skarbowych produktów oszczędnościowych dystrybuowanych przez aplikację mobilną,
- programy edukacyjne dla emitentów, inwestorów instytucjonalnych, pośredników, doradców oraz inwestorów indywidualnych, w tym poprzez współpracę UKNF z organizacjami zraszającymi inwestorów indywidualnych,
- analizę zasadności wprowadzenia produktów oszczędnościowych adresowanych do Polaków niekorzystających z produktów bankowych,
- zapewnienie możliwości zidentyfikowania przez rynek i inwestorów niewłaściwych praktyk i ich wyeliminowanie poprzez rozważenie wprowadzenia obowiązku publikowania informacji o tym, jakiego rodzaju naruszenia w czynnościach i działaniach danego podmiotu zidentyfikowała KNF, które doprowadziły Komisję do złożenia stosownego zawiadomienia do prokuratury.

#### 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 zaostrzenia) 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 w wiodących firmach za granicą.

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

Polska potrzebuje przewidywalnego, sprzyjającego biznesowi środowiska prawnego, które będzie ułatwiała efektywną mobilizację kapitału, zapewniała ochronę inwestorom i usuwała 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 ujednolicenia 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. 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. poz. 2243, z późn. zm.). Nowy model finansowania UKNF zakłada prowadzenie przez Urząd samodzielnej gospodarki finansowej w ramach posiadanych środków. Istnieje oczekiwanie ze strony podmiotów rynku kapitałowego, iż uzyskanie przez organ nadzoru większej niezależności finansowej przełoży się na wypracowanie i utrzymanie wysokich standardów prowadzonego nadzoru. Dlatego zalecane jest opracowanie i opublikowanie przez UKNF na stronie internetowej zobowiązania wobec uczestników rynku kapitałowego odnośnie do utrzymywania określonych standardów prowadzonych przez Urząd postępowań oraz innych działań podejmowanych wobec podmiotów rynku, zgodnie z obowiązującymi przepisami. Przedmiotowa deklaracja powinna przede wszystkim dotyczyć:

1. przygotowania, publikacji i stosowania wzorów (szablonów) wymaganych dokumentów,
2. jasnego określenia maksymalnych terminów wymaganych na przeprowadzenie analizy dokumentów i ich rozpatrzenia przez Urząd, zgodnie z obowiązującymi przepisami (w tym kontekście istotny jest tutaj dalej opisywany postulat stworzenia nowego rodzaju postępowania, w pewnym stopniu niezależnego od regulacji Kodeksu postępowania administracyjnego), pod warunkiem złożenia przez podmiot zainteresowany pełnej i prawidłowej dokumentacji,

3. wprowadzenia nowoczesnych metod komunikacji elektronicznej, np. nanoszenie przez organ nadzoru uwag w formie komentarzy na dokumentach edytowalnych<sup>47)</sup>, przy jednoczesnym składaniu przez podmioty nadzorowane stosownych dokumentów w wersji przeszukiwalnej,
4. standardów zarządzania relacjami z uczestnikami rynku w najbardziej newralgicznych segmentach rynku,
5. wydawania pisemnych wytycznych służących osiągnięciu pewności prawa,
6. przyjęcia harmonogramów działań uzgodnionych z MF oraz, w razie potrzeby, pozostałymi grupami interesariuszy w celu efektywnego usunięcia barier zidentyfikowanych w SRRK.

KNF powinna raz do roku weryfikować i monitorować standardy prowadzonych przez Urząd postępowań oraz innych działań podejmowanych wobec podmiotów rynku, mając na celu:

- zwiększenie zdolności operacyjnej Urzędu,
- oszczędność czasu i zasobów, przy jednoczesnym podwyższeniu poziomu usług i wydajności prowadzonych działań,
- stosowanie bardziej zaawansowanych technologii dostępu do rynku, jego monitorowania i nadzoru,
- zatrudnianie w Urzędzie doświadczonych specjalistów.

Należy rozważyć również przeprowadzenie analizy porównawczej działalności nadzorczej uwzględniającej przykłady organów nadzoru z najbardziej rozwiniętych rynków europejskich.

#### Przyjęcie przez KNF strategii 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 w Urzędzie, ale także poprzez czasowe oddelegowanie pracowników Urzędu na staże i programy szkoleniowe w podmiotach nadzorowanych, w celu lepszego poznania specyfiki działalności tych podmiotów. W tym kontekście należy również także usprawnić proces analizowania posiadanych i przetwarzanych przez nadzorcę danych oraz tworzenie tematycznych międzydepartamentalnych grup zadaniowych w ramach UKNF.

KNF potrzebuje dogłębnego zrozumienia modeli biznesowych, strategii i ryzyk ponoszonych przez podmioty regulowane oraz znacznie większego stopnia wykorzystania nowoczesnych technologii. W związku z tym konieczne jest regularne sporządzanie przez UKNF i przedstawianie do wiadomości Prezesa Rady Ministrów strategii operacyjnej dotyczącej m.in.:

- obszarów działalności wymagających poprawy zdolności operacyjnej Urzędu,
- 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,
- sposobów wdrożenia i stosowania nowych technologii w działalności Urzędu,
- sposobów skutecznego wykorzystywania środków finansowych i określenia kryteriów stosowanych do oceny realizacji zadań ustawowych.

#### 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 niniejszym dokumencie 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 polski rynek 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 organ nadzoru 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 wszelkich niejasności interpretacyjnych interesariuszy. W przypadku wystąpienia rozbieżności w interpretacji przepisów UE pomiędzy polskim nadzorcą a ESMA, KNF powinna ściśle współpracować z uczestnikami polskiego rynku finansowego w celu wypracowania wspólnego stanowiska strony polskiej, które zostanie przedstawione ESMA,

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

- przyjęcia proporcjonalnego i opartego na analizie ryzyka podejścia przy nakładaniu obciążeń lub ograniczeń dla uczestników rynku, 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 segmentów rynku. Dotyczy to w szczególności produktów inwestycyjnych kierowanych wyłącznie w stronę inwestorów profesjonalnych, takich jak prawa udziałowe niepublicznych ASI, gdzie interpretacja przepisów wydawana przez KNF powinna cechować się pozostawieniem większej swobody i decyzyjności inwestorom profesjonalnym i w konsekwencji być bardziej elastyczna niż interpretacja przepisów w zakresie klientów detalicznych,
- uwzględniania różnic w charakterze, wielkości i celach działalności gospodarczej prowadzonej przez poszczególnych uczestników w 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 r. 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 nadzorowanych podmiotów proponuje się dokonanie w ramach prac grupy roboczej RRRF ds. wdrożenia SRRK przeglądu obszarów regulaminów GPW, BondSpot czy KDPW oraz innych podmiotów, które nie muszą być zatwierdzane przez KNF. 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). Wyłączenie pewnych obszarów ww. regulaminów mogłoby spowodować również uwolnienie części zasobów KNF.

#### Zmiana przepisów regulujących postępowania toczące się przed KNF

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

Zmiana ta pozwoliłaby między innymi na modyfikacje usprawniające 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 organ nadzoru powinien szeroko wykorzystywać język angielski<sup>48)</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 uruchomienie przez KNF tzw. piaskownicy regulacyjnej<sup>49)</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 polski rynek finansowy stał się atrakcyjny 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.

<sup>48)</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>49)</sup> W 2018 r. KNF wprowadziła piaskownicę regulacyjną, jak na razie w modelu zdecentralizowanym.

Ponadto należy kontynuować program *Innovation Hub* na rzecz wspierania rozwoju FinTech. Program ten powinien przyczynić się do realizacji zasady przewidywalnego i skutecznego nadzoru nad rynkiem finansowym, a wiedza i doświadczenie zdobyte podczas wydawania interpretacji przepisów powinny w przyszłości przysługiwać kreowaniu publicznych stanowisk organu nadzoru kierowanych do przedstawicieli danego segmentu rynku FinTech, wprowadzając zrozumiałe i jednolite standardy dla wszystkich uczestników rynku innowacji finansowych.

#### 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,
- prowadzenie działań edukacyjnych wobec inwestorów indywidualnych oraz współpracę z organizacjami zrzeszającymi inwestorów indywidualnych,
- szersze korzystanie z mediów społecznościowych,
- pełnienie funkcji kreatora „najlepszych praktyk” dla członków rynku finansowego, przede wszystkim w obszarze produktów inwestycyjnych kierowanych w stronę klientów detalicznych, m.in. poprzez wydawanie prostych przewodników i broszur np. dla pracowników firm inwestycyjnych mających bezpośredni kontakt z klientem.

#### 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.

#### 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 międzynarodowym powiązaniem 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.

#### Wprowadzenie narzędzia (funkcjonalności) na stronie internetowej KNF umożliwiającego dostęp do istniejących regulacji

Z uwagi na wysoki poziom skomplikowania przepisów prawa odnoszących się do prowadzenia działalności na rynku kapitałowym pożądanym działaniem byłoby wprowadzenie narzędzia (funkcjonalności) na stronie internetowej KNF na wzór *sourcebooks* publikowanych przez brytyjski organ nadzoru czy też *interactive sourcebooks* Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA). Nowa funkcjonalność mogłaby umożliwiać dostęp do przepisów prawa (zarówno aktów prawa krajowego, jak i unijnego), jak również stanowisk właściwego organu nadzoru (tak Komisji Nadzoru Finansowego, jak i właściwego organu nadzoru unijnego: EBA, ESMA, EIOPA) pogrupowanych w sposób tematyczny. Wdrożenie takiej funkcjonalności, jak również zapewnienie jej bieżącej aktualizacji powinno ułatwić uczestnikom rynku zidentyfikowanie odpowiednich przepisów prawa, stanowisk organów nadzoru, jak również umożliwi prawidłowe stosowanie skomplikowanych i wielopoziomowych regulacji (bezpośrednio stosowane akty prawa unijnego, ustawy, akty wykonawcze do ustaw, stanowiska nadzorców). Analiza możliwości wprowadzenia takiej funkcjonalności, uwzględniająca przede wszystkim zasoby kadrowe i technologiczne UKNF, powinna zostać przeprowadzona w ramach prac jednego z bloków tematycznych powoływanej grupy roboczej RRRF.

#### DZIAŁANIA - ZAPEWNIENIE PRZEWIDYWALNEGO I SKUTECZNEGO NADZORU

1. Opublikowanie przez UKNF zobowiązania wobec uczestników rynku odnośnie do utrzymywania określonych standardów prowadzonych postępowań oraz innych działań nadzorczych.
2. Przyjęcie przez KNF strategii operacyjnej.

3. Czasowe oddelegowywanie pracowników UKNF na staże i programy szkoleniowe w podmiotach nadzorowanych.
4. Zwiększenie zaangażowania KNF w rozwój rynku kapitałowego przy jednoczesnym zapewnieniu przejrzystości i proporcjonalności nadzoru.
5. Zmiana zasad postępowania przed KNF, np. poprzez modyfikację KPA.
6. Przegląd regulaminów m.in. GPW, BondSpot i KDPW w zakresie obszarów niewymagających zgody KNF.
7. Utworzenie przez KNF tzw. „piaskownicy regulacyjnej” dla podmiotów typu FinTech.
8. Aktywny udział KNF w programach edukacji z zakresu rynku finansowego.
9. Współpraca KNF z interesariuszami w celu zagwarantowania bezpieczeństwa działalności polskich podmiotów w związku z konsekwencjami Brexitu.
10. Konieczność efektywnego monitorowania przez KNF ryzyka wynikającego z rosnących powiązań międzynarodowych polskiej gospodarki.
11. Analiza konieczności wprowadzenia na stronie internetowej KNF narzędzia typu *sourcebook* ułatwiającego zrozumienie regulacji rynku finansowego

#### 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. Ponadto przy opracowywaniu poszczególnych aktów legislacyjnych powinna zostać podjęta transparentna ocena wpływu proponowanych rozwiązań na rynek kapitałowy, analizy potencjalnych skutków, kierując się przy tym zasadą nietworzenia dodatkowych obciążeń dla podmiotów objętych tą regulacją. Ponadto należy rozważyć przeprowadzanie cyklicznych przeglądów istniejących regulacji z perspektywy podmiotów rynku kapitałowego.

##### 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. Termin wejścia w życie i dostosowania do zmian w przepisach ustawowych powinien być odpowiednio skoordynowany z wydaniem nowych rozporządzeń, tak aby uniknąć dwukrotnego dostosowywania się uczestników rynku do nowych regulacji, jak również zapobiec sytuacjom, w których dotychczasowe rozporządzenie wygasa przy braku ogłoszenia nowego aktu. Jednocześnie, aby zapobiec konieczności modyfikowania przyjętych na etapie wdrożenia rozwiązań, konieczne jest również odpowiednio wcześnie publikowanie wytycznych i stanowisk KNF. 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 zaostrzania) w zakresie usług finansowych należy uznać za priorytet możliwy do osiągnięcia jedynie poprzez zwiększenie potencjału zasobów ludzkich w odpowiednich jednostkach organizacyjnych MF i UKNF.

##### 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 powołanie przez MF i KNF zespołu roboczego, który przeprowadzi proces konsultacji z podmiotami wszystkich sektorów rynku kapitałowego w celu zidentyfikowania przepisów nadmiarowych w stosunku do regulacji unijnych. Zidentyfikowane bariery powinny być usuwane – najważniejsze z nich w ciągu 12 miesięcy od powołania zespołu.

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 przepisów wskazywanych przez uczestników 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>50</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.

#### 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 nieuwzględniające poziomów rozwoju poszczególnych rynków kapitałowych, czego przykładem są maksymalne kary za ujawnienie informacji poufnych z rozporządzenia MAR<sup>51</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 kary te również obowiązują) wyniosła 1,9 mln EUR<sup>52</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 4.1.2.1. 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 kapitałowego. Jednocześnie 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.

#### Wypracowanie kodeksu dobrych praktyk w zakresie unikania gold-platingu i zachowania zasady proporcjonalności w krajowych regulacjach

W celu unikania w przepisach krajowych zjawiska gold-platingu oraz wypracowania rozwiązań legislacyjnych przy możliwie największym uwzględnieniu zasady proporcjonalności proponuje się wypracowanie przez KNF we współpracy z uczestnikami rynku kodeksu dobrych praktyk<sup>53</sup>. Projekt kodeksu powinien być następnie przekazany do Ministerstwa Finansów i stanowić zbiór wytycznych dla regulatora w podejmowanych pracach legislacyjnych.

### 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. Powołanie przez MF i KNF zespołu roboczego do spraw identyfikacji nadmiarowych regulacji krajowych w stosunku do regulacji unijnych.
3. Unikanie gold-platingu i zmiana przepisów dotyczących:
  - outsourcingu,
  - wymogu uzyskania zgody emitenta na dopuszczenie do obrotu papierów wartościowych.
4. Wypracowywanie na forum UE rozwiązań zapewniających zachowanie zasady proporcjonalności przepisów z punktu widzenia krajowego rynku kapitałowego.
5. Wypracowanie kodeksu dobrych praktyk w zakresie unikania gold-platingu i zachowania zasady proporcjonalności w krajowych regulacjach.

<sup>50</sup> Zob. <https://braincode.xyz/blog/fintech-guide-poland/>.

<sup>51</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 dyrektywę Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, str. 1, z późn. zm.).

<sup>52</sup> Według danych NewConnect.

<sup>53</sup> M.in. poprzez określenie wspólnie z interesariuszami rynku i wskazanie w kodeksie dobrych praktyk przykładów sytuacji, w których chęć wprowadzenia ostrzejszych wymogów wynikałaby z dążenia do zapewnienia szczególnej i niezbędnej ochrony inwestora.

### 4.3.3. WDRÓŻENIE 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>54)</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 obowiązujących na nim praktyk, a także biorąc pod uwagę doświadczenia i rozwiązania przyjęte w najbardziej rozwiniętych państwach europejskich, w celu poprawy egzekwowania przepisów chroniących inwestorów potrzebna jest dalsza specjalizacja prokuratorów w zakresie rynku kapitałowego i utworzenie składów sędziowskich specjalizujących się w sprawach z zakresu rynku finansowego. Zgodnie z rozporządzeniem Ministra Sprawiedliwości z dnia 1 września 2016 r. w sprawie określenia właściwości Prokuratury Okręgowej w Warszawie w sprawach o poszczególne rodzaje przestępstw niezależnie od ich popełnienia (Dz. U. poz. 1484), właściwą do prowadzenia postępowań dotyczących szeroko pojętego rynku kapitałowego, a więc z zakresu ustawy z dnia 26 października 2000 r. o giełdach towarowych, ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, jest wyłącznie Prokuratura Okręgowa w Warszawie. Należy podjąć prace nad powołaniem wyspecjalizowanego sądu rynku kapitałowego, w tym także rozważyć wprowadzenie specjalizacji w zakresie orzekania w sprawach karnych dotyczących rynku kapitałowego. Niezbędne jest również wprowadzenie dodatkowych elementów edukacyjnych oraz szkoleń dla wszystkich prokuratorów i sędziów.

W tym zakresie pomocna byłaby również działalność edukacyjna i szkoleniowa organizowana przez UKNF w ramach projektu Centrum Edukacji dla Uczestników Rynku – CEDUR, np. poprzez publikacje i szkolenia adresowane w szczególności do sędziów sądów administracyjnych. Program wyższych studiów prawniczych powinien zostać uzupełniony o zagadnienia związane z rynkiem finansowym, uwzględniające najnowszy stan prawny i faktyczny. Biorąc powyższe pod uwagę, Ministerstwo Sprawiedliwości i KNF powinny podjąć próbę wypracowania rozwiązań mających na celu dalszą specjalizację prokuratorów i utworzenie wyspecjalizowanych sądów, mając na uwadze poprawę egzekwowania przepisów chroniących inwestorów, a także mających na celu usprawnienie procedur działania sądów rejestrowych w stosunku do podmiotów nadzorowanych działających na rynku kapitałowym.

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

W celu rozwiązania problemu tzw. *missellingu* należy przeanalizować, czy istniejące zasady 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 w wystarczającym stopniu stwarzają odpowiednie bodźce dla pośredników i czy są efektywnie przez nich stosowane (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 potwierdzania stabilności finansowej emitenta (z wyjątkiem historycznych informacji finansowych w ujęciu rocznym). W celu poprawy ochrony konsumentów należy określić reżim regularnej sprawozdawczości stabilności finansowej do KNF. Proponuje się zmianę modelu obowiązku ujawniania informacji oraz wprowadzenie przepisów zobowiązujących dyrektorów, zarządy i biegłych rewidentów emitentów oraz dystrybutorów produktów do zachowania należytej staranności wobec rynku, tak aby ryzyko związane z inwestowaniem w obligacje niepubliczne nie było jedynie po stronie inwestora. Wzór stosownego sprawozdania powinien być dostępny na stronach KNF. Należy również wdrożyć obowiązek przeprowadzania audytu, przy czym audytorzy powinni być zobowiązani do zachowania należytej staranności wobec rynku.

W odniesieniu do sprawozdań dotyczących stabilności finansowej podmiotów, które przeprowadziły emisję papierów wartościowych w trybie oferty niepublicznej, należy w ramach prac powoływanej grupy roboczej RRRF, w bloku tematycznym rynku zorganizowanego, przeanalizować, czy są potrzebne dodatkowe informacje do publikowania przez tych emitentów.

#### Wprowadzenie wobec podmiotów nadzorowanych mechanizmu tzw. czynnego żalu

Należy rozważyć wprowadzenie, znanego z brytyjskiej praktyki nadzorczej, mechanizmu *settlement*, który polega na uwzględnieniu w czynnościach nadzorczych faktu, że podmiot nadzorowany wyraził czynny żal, tj. eliminując

<sup>54)</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.



nieprawidłowości w organizacji, naprawiając szkody wyrządzone inwestorom czy też wskazując innych sprawców czynów. Postawa taka wpływałaby na niższy wymiar kary, a w wyjątkowo pozytywnych postawach i istnieniu nadzwyczajnych okoliczności łagodzących zasadnym byłoby nawet odstąpienie od wymierzenia kary.

#### Zwiększenie przejrzystości rynku obligacji niepublicznych

Systemy informacji rynkowej w Polsce nie oferują przejrzystego, ogólnodostępnego mechanizmu pozwalającego na odpowiednie poznanie ryzyka kredytowego emitenta w zakresie nieprzeprzeczenia 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 4.5.34.

#### 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, koniecznym jest wypracowanie rozwiązań w oparciu o istniejące konta depozytowe w KDPW, umożliwiając przeniesienie aktywów klienta upadłego uczestnika w ciągu tego samego dnia, w którym zostanie uzyskana zgoda innego uczestnika KDPW na transfer papierów wartościowych tego klienta. Docelowe rozwiązanie powinno być uzgodnione w ramach prac grupy roboczej przy RRRF, ponadto w ramach prac tej samej grupy powinna zostać przeprowadzona analiza efektywności funkcjonowania systemu rekompensat przypadku niewypłacalności uczestnika KDPW.

#### Wprowadzenie regulacji zapewniających efektywność w sytuacji upadłości uczestników rozliczających lub KDPW\_CCP

Dotychczasowe przepisy prawa krajowego nie zapewniają pełnej efektywności prawnej w zakresie skuteczności niektórych działań CCP (kontrahenta centralnego) w przypadku ogłoszenia upadłości podmiotu (banku, firmy inwestycyjnej, instytucji kredytowej, zagranicznej firmy inwestycyjnej) będącego uczestnikiem rozliczającym w systemie rozliczeń prowadzonym przez CCP. W razie upadłości takiego uczestnika CCP powinien przeprowadzić działania w ramach procedury na wypadek niewykonania zobowiązania przez uczestnika rozliczającego, o której mowa w art. 48 ust. 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 („EMIR”), mające na celu ograniczenie strat i presji na płynność wynikających z niewykonania tego zobowiązania, a także zapewnienie kontynuacji działalności CCP oraz nienarazanie na straty innych uczestników systemu rozliczeń. W związku z tym CCP podejmuje określone w tym celu działania, jak rozwiązanie umowy z uczestnikiem rozliczającym, w stosunku do którego ogłoszono upadłość, transfer pozycji i zabezpieczeń do innego uczestnika rozliczającego (porting) czy też zawieranie transakcji „odwrotnych” w celu zamknięcia pozycji rozliczeniowych. Skuteczność tych działań powinna być w pełni zapewniona na poziomie przepisów ustawy, aby były one możliwe do wyegzekwowania w każdych skrajnych warunkach. Brak efektywności prawnej w tym zakresie może stanowić barierę w zakresie pełnego korzystania z usług KDPW\_CCP, w szczególności przez uczestników zagranicznych. Dlatego też w przypadku upadłości uczestnika rozliczającego należy zapewnić na poziomie prawa krajowego m.in. niepodważalność pełnomocnictw oraz skuteczność rozwiązywania umowy o uczestnictwo i rozwiązywania rozliczanych transakcji.

#### 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>55)</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.

Brak obowiązku nagrywania przez firmy inwestycyjne rozmów z klientami detalicznymi 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. Wprowadzenie wobec podmiotów nadzorowanych mechanizmu tzw. czynnego żalu.
6. Zwiększenie przejrzystości rynku obligacji niepublicznych.
7. Zapewnienie przeniesienia papierów wartościowych w tym samym dniu w przypadku, gdy uczestnik KDPW prowadzący rachunki papierów wartościowych ogłasza upadłość.
8. Wprowadzenie regulacji zapewniających efektywność w sytuacji upadłości uczestników rozliczających lub KDPW\_CCP.
9. Wprowadzenie obowiązku korzystania przez fundusze inwestycyjne z wyceny rynkowej obligacji korporacyjnych.
10. 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 produktów i usług dostępnych lub stosowanych jedynie w ograniczonym zakresie

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>56)</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>55)</sup> Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 685).

<sup>56)</sup> Zagadnienie to jest szerzej omówione w punkcie 4.5.1.

### Wprowadzenie do krajowego systemu prawnego nowego modelu funduszu inwestycyjnego atrakcyjnego z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych

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>57)</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 można przyjąć, niezwykle popularną w innych państwach członkowskich, a zarazem rozpoznawalną również poza terytorium Unii Europejskiej, spółkę inwestycyjną tworzoną na podstawie statutu przyjmującą 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 Luksemburg. 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.

Ponadto w ramach prac grupy roboczej RRRF (blok tematyczny ds. funduszy inwestycyjnych) należy dokonać przeglądu regulacji uniemożliwiających inwestycje w sektor VC/PE przez inwestorów instytucjonalnych, w celu ich wyeliminowania.

### Wprowadzenie standaryzowanych i zautomatyzowanych procesów emisji

Stosowany w Polsce proces emisji papierów wartościowych powinien zostać uproszczony, a jego efektywność podniesiona. W tym celu należy przeanalizować w ramach prac powoływanej grupy roboczej przy RRRF zasadność i możliwość wprowadzenia przez KNF wystandaryzowanych i zautomatyzowanych procesów 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.

### 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, aby 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)

<sup>57)</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, str.186).

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.

W odniesieniu do jednolitej licencji, ze względu na zakres niezbędnych zmian regulacyjnych i ich konsekwencje dla sposobu funkcjonowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym, niezbędne będzie aktywne zaangażowanie Komisji Nadzoru Finansowego w procesie projektowania odpowiednich zmian legislacyjnych.

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* lub *Bank as a Platform*). 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 PSD<sup>258)</sup> na rynku usług płatniczych. Takie podejście wpisuje 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.

#### Identyfikacja posiadaczy papierów wartościowych i prowadzenie programów lojalnościowych przez emitentów

Zasadna wydaje się zmiana 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 pojęcia inwestora-klienta, czyli inwestora będącego zarówno udziałowcem, jak i klientem spółki. Wspieranie takiego modelu z punktu widzenia polskiego rynku kapitałowego pozwoliłoby na 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, co może prowadzić do większej rozpoznawalności marki danego emitenta oraz tworzenia programów lojalnościowych przynoszących dodatkową korzyść obu stronom.

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>59)</sup> regulacji ułatwiających prowadzenie przez emitentów spółek rynku regulowanego programów lojalnościowych i gwarantujących możliwość pozyskania z KDPW informacji o swoim akcjonariacie po przekroczeniu przez inwestora 0,5% udziału w kapitale zakładowym. Jednocześnie należy umożliwić inwestorom posiadającym mniej niż 0,5% udziału w kapitale zakładowym spółki notowanej na rynku regulowanym złożenie stosownego oświadczenia o dobrowolnej zgodzie na przekazanie identyfikujących ich danych. W przypadku rejestrowania akcji spółek niepublicznych w KDPW należałoby wprowadzić również możliwość pozyskiwania przez emitenta informacji o akcjonariuszach na jego żądanie, w sposób zbliżony do rozwiązań dla spółek publicznych.

#### 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 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

<sup>58)</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, str. 35).

<sup>59)</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 20.05.2017, str. 1).

jednoczesnym umożliwianiu wprowadzania na polski rynek nowych technologii analogicznie do przyjętych rozwiązań w rozwiniętych gospodarko 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 produktów i usług dostępnych lub stosowanych jedynie w ograniczonym zakresie.
2. Wprowadzenie do krajowego systemu prawnego nowego modelu funduszu inwestycyjnego, atrakcyjnego z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych (np. SICAV).
3. Wprowadzenie przez KNF standaryzowanych i zautomatyzowanych procesów emisji.
4. Wdrożenie tak zwanej jednolitej licencji bankowej i eliminacja barier organizacyjnych dotyczących świadczenia usług inwestycyjnych w bankach.
5. Wprowadzenie ram prawnych dla technologii rozproszonego rejestru (DLT) i pozycjonowania aktywów kryptograficznych na polskim rynku.

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

Intencją niniejszego dokumentu jest zapewnienie stosowania konkurencyjnych zachęt podatkowych oraz przeprowadzenie reform, które doprowadzą do zmiany zachowań wśród uczestników rynku kapitałowego. Ponadto w dokumencie zmierzają 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 gospodarko 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, należy zaplanować 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 uwarunkowań wynikających z funkcjonowania stabilizującej reguły wydatkowej (SRW) określonej w art. 112aa ustawy o finansach publicznych<sup>60</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>61</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.

<sup>60</sup> Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2019 r. poz. 869, z późn. zm.).

<sup>61</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, z późn. zm.).

- **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 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 programów oferujących 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 rocznego rozliczania dochodów i strat z inwestycji w fundusze kapitałowe łącznie z dochodami i stratami w inne inwestycje kapitałowe, natomiast należy rozważyć, czy dochody i straty z inwestycji obciążonych wysokim ryzykiem nie powinny być rozliczane tylko w ramach tej grupy inwestycji (bez łączenia z dochodami i stratami z inwestycji w produkty zaliczone do grupy mniej ryzykownych). Ponadto można rozważyć wprowadzenie limitu rozliczania strat, na przykład na okres 5 lat.
- **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,
- przyczynić się do zdobycia przez zagraniczne banki przewagi konkurencyjnej (cenowej) 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>62)</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 tygodnia i ograniczyć spready. Proponowane zwolnienie powinno dotyczyć zarówno strony pasywnej transakcji repo (przyjętego depozytu zabezpieczonego aktywami), jak również strony reverse repo (lokaty zabezpieczonej aktywami). Zwolnienie to nie powinno mieć zastosowania do transakcji typu *buy-sell-back*.

<sup>62)</sup> Przy założeniu, że CCP uzyska rozszerzenie licencji (dla rozliczania transakcji repo w ASO) w ciągu jednego roku od wdrożenia SRRK.

Jednocześnie rekomenduje się, aby wprowadzenie powyższych zmian zostało poprzedzone dokonaniem kompleksowej oceny skutków obowiązywania omawianego podatku na rynek finansowy w Polsce oraz rozważeniem potrzeby wprowadzenia dalszych korekt w mechanizmie jego ustalania. Analizy te powinny przesądzić, 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. Podobnej ocenie powinna zostać poddana możliwość zwolnienia z podatku pozycji z tytułu innych rodzajów transakcji/instrumentów, przykładowo depozytów zawieranych na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych czy też aktywów lokowanych w banku centralnym (w formie depozytu na koniec dnia, środków utrzymywanych na rachunkach bieżących oraz operacji otwartego rynku). Należy również podkreślić, że prace nad zwiększeniem zakresu zwolnień z podatku od niektórych instytucji finansowych powinny być prowadzone z uwzględnieniem prac zmierzających do dostosowania wskaźników referencyjnych do wymogów rozporządzenia BMR.

#### 4.4.4. USPRAWNIAENIA 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,
- 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.

##### 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 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 taniego 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, wpływa on bowiem 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:

- **Limit emisji bez prospektu:**
  - przeanalizowanie w ramach prac grupy roboczej RRRF możliwości i zasadności podwyższenia emisji niewymagającej sporządzenia prospektu.
- **Prospekt emisyjny:** uzgodnienie wzoru prospektu emisyjnego obejmującego:
  - części, które mogą zostać wystandaryzowane, a następnie podlegać automatycznej ocenie przez KNF (w zakresie standardowych treści),
  - wymogi odnośnie prospektów dotyczących stokenizowanych instrumentów finansowych.
- **Dystrybucja:**
  - współpraca GPW i PAIH w celu promowania 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 przeanalizować w ramach prac powoływanej grupy roboczej RRRF przyczyny utrzymującego się relatywnie wysokiego poziomu kosztów wejścia na polską giełdę i funkcjonowania na niej oraz możliwości ich obniżenia<sup>63)</sup>.
- **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 prowadzenia rejestru nie będzie nadmiernie obciążający dla emitentów. Powyższe rozwiązanie powinno zwiększyć korzyści związane ze statusem spółki notowanej oraz obniżyć koszt kapitału poprzez programy lojalnościowe dla akcjonariuszy. Brak rejestru

<sup>63)</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 PLN średni koszt IPO wyniósł 12,5%, dla emisji o wartości 26-50 mln PLN wyniósł on 6,2%. Najniższy koszt pozyskania kapitału, wynoszący 3,2% charakteryzował emisje o wartości 51-100 mln PLN. Z kolei dla emisji o wartości 101-200 mln PLN oraz powyżej 200 mln PLN koszt IPO wyniósł odpowiednio 3,8% oraz 5,1%. Zob. GPW, *The main market. An issuer's guide to listing on the Warsaw Stock Exchange*, 2017.



posiadaczy papierów wartościowych w polskiej strukturze rynku utrudnia wprowadzenie opisaną 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 i sponsorów emisji, jak i samego UKNF. Doradcy i sponsorzy emisji powinni zaprezentować ostateczną wersję standardowego prospektu emisyjnego oraz uczestniczyć w praktycznych warsztatach na koniec każdego procesu IPO,
  - wyeliminowanie opóźnień w rejestracji papierów wartościowych przez sądy po przeprowadzonej emisji akcji. Rejestracja powinna następować przed datą emisji, tak aby papiery wartościowe wchodziły do obrotu w dniu emisji.

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

W ramach prac powoływanej grupy roboczej przy RRRF, przy szerokim udziale ekspertów reprezentujących uczestników rynku, powinny zostać przeprowadzone analizy zmierzające do zaproponowania 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, aby 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,
  - 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 – 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 r. krajowe regulacje dla produktów jak dotąd nieistniejących lub niesostosowanych 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, aby były konkurencyjne wobec kontaktów 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 lobbing 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 promowania 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,
  - dążenie do obniżenia kosztów 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 r. krajowych regulacji dla produktów jak dotąd nieistniejących lub niestosowanych 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>64</sup>) oraz rozliczane w CCP<sup>65</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,

<sup>64</sup> Należy dążyć do wypracowania dokumentacji lokalnej w pełni zgodnej z *Globalną umową ramową dla transakcji repo* (ang. *Global Master Repurchase Agreement*, GMRA) bazującej na istniejącej dokumentacji ZBP, co będzie miało przede wszystkim na celu (i) wyeliminowanie ryzyka bazowego, (ii) umożliwienie rozwoju bardziej złożonych konstrukcji, w tym tri-party repo, oraz (iii) dostosowanie do procesów rozliczania w CCP.

<sup>65</sup> Zakładając, że CCP uzyska rozszerzenie licencji (dla rozliczania transakcji repo na ASO) w ciągu 1 roku od wdrożenia SRRK.

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>66</sup>. Istotnie jednym z potencjalnych rozwiązań mających na celu dostosowanie polskich indeksów do wskazanych przepisów może być wykorzystanie wskaźnika opartego o transakcje typu repo.

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 międzynarodowe standardy.

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

Należy dążyć do modelu kształtowania cen na rynku skarbowych papierów wartościowych, który będzie korzystny dla ogólnie pojętego interesu publicznego. Analizę takiego modelu należy podjąć w ramach prac powoływanej grupy roboczej przy RRRF. 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 m.in., że monitorowane powinny być efekty zmian wprowadzonych przez Ministerstwo Finansów w ostatnich latach dotyczące systemu 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 dodatkowego 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 wypracowany model rynku powinien zakładać, że:

1. rynek będzie oferować zgodny z rozporządzeniem MiFIR<sup>67</sup> reżim transparentności przed- i postransakcyjnej 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. nieobjęte 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>68</sup>,
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

<sup>66</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 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, str. 1, z późn. zm.).

<sup>67</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 173 z 12.06.2014, str. 84, z późn. zm.).

<sup>68</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 wyłączonego z wymogu przejrzystości przedtransakcyjnej (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*, umożliwiającego uzyskanie kwotowania od określonego market-maker'a, *Request for Competitive Quote* umożliwiającego uzyskanie kwotowania przez stronę pytającą od kilku konkurujących ze sobą market-makerów, *Indication of Interest*, tj. wskazanie warunkowego, niewiążącego zainteresowania zakupem/sprzedażą papieru wartościowego), z wykorzystaniem różnorodnych algorytmów łączenia zleceń, w tym rozwiązania przybliżonego dopasowania (ang. *fuzzy match*), umożliwiającego łączenie zleceń o zbliżonych parametrach, w granicach tolerancji wskazanych przez uczestników.

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 za pomocą 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, aby 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 (ryнку 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 regulowanym lub ASO będą mogły być podstawą do wyznaczania indeksów, w tym potencjalnego wskaźnika referencyjnego opartego na stawkach transakcji repo („WRR”),
4. branża powinna uzgodnić i stosować ujednoczoną 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. Takie aplikacje mobilne, jako istotny element sieci dystrybucji, powinny osiągnąć najwyższe cyfrowe standardy.

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>69</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.

Ponadto w ramach prac grupy roboczej RRRF (blok tematyczny innowacje i FinTech) należy przeprowadzić analizę możliwości wprowadzenia tokenizacji detalicznych obligacji skarbowych z wykorzystaniem technologii *blockchain*, a także przetestowania i wykorzystania koncepcji *blockchain* w rozliczaniu rynku instrumentów pochodnych OTC.

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

1. Wykorzystanie nowych i konkurencyjnych technologii przez podmiot prowadzący rynek elektroniczny obligacji skarbowych w celu usprawnienia mechanizmów kształtowania cen i wyszukiwania płynności.
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 należy przeanalizować możliwość zwiększenia wykorzystania finansowania poprzez obligacje komunalne. Wprowadzone zostaną również obligacje rozwojowe, które pozwolą na stworzenie dodatkowego 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

<sup>69</sup> Kierunki rozwoju tego segmentu powinny być podporządkowane celowi Strategii zarządzania długiem, tj. minimalizacji kosztów obsługi w długim terminie przy ograniczeniach na ryzyko.

„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, które przyjęły się na krajowym rynku, 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 r. zmiany regulacyjne. Zmiana ta powinna również zmierzać do wprowadzenia szeregu innych środków poprawiających transparentność rynku<sup>70)</sup>,
  - mając na względzie rozwój rynku oraz bezpieczeństwo inwestorów, należy przeanalizować w ramach prac grupy roboczej RRRF (blok tematyczny rynki zorganizowane) kwestię konieczności utworzenia rejestru obligacji, a także potrzebę wprowadzenia dodatkowych obowiązków dla emitentów w zakresie raportowania.
2. Standaryzacja elementów dokumentacji na rynku obligacji nieskarbowych:
  - w celu obniżenia kosztów oraz poprawy i przyspieszenia dostępu do rynku, a także zmniejszenia ryzyka systemowego, ryzyka kontrahenta i ryzyka prawnego należy dążyć do ujednoczenia, na ile to będzie możliwe, formy i struktury dokumentów emisyjnych oraz ich poszczególnych, najbardziej istotnych dla inwestorów elementów (w tym na przykład definicji pojęć czy sposobu obliczania odsetek). Pozwoliłoby to inwestorom łatwiej identyfikować niestandardowe warunki generujące dodatkowe ryzyko. Wiodącą rolę w tym procesie powinny pełnić izby gospodarcze reprezentujące uczestników rynku finansowego. KNF powinna uczestniczyć w tych pracach, aby zagwarantować należyłą równowagę między prawami a obowiązkami emitenta oraz inwestorów,
  - celem powyższych prac powinno być również wypracowanie przystępnego dla inwestorów indywidualnych, zwięzłego wzoru podsumowania dotyczącego najważniejszych warunków emisji i wszystkich warunków niestandardowych. 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 zasad dotyczących badania sprawozdań finansowych emitentów obligacji niepublicznych i zasady nadzoru nad audytorami.

W odniesieniu do potrzeby zagwarantowania transparentności na 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 niepłynnych obligacji w portfelach funduszy inwestycyjnych:
  - zgodnie ze wskazaniem w punkcie 4.3.3., obecnie niektóre fundusze inwestycyjne używają metodologii wewnętrznej stopy zwrotu do wyceny niepłynnych obligacji korporacyjnych, klasyfikowanych jako instrumenty niskiej jakości. Wprowadza to rynek w błąd i poprzez zbyt wysoką wycenę papierów

<sup>70)</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. poz. 2243, z późn. zm.).

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 wahaniom. MF powinno rozważyć wprowadzenie w odniesieniu do wszystkich obligacji znajdujących się w portfelach funduszy inwestycyjnych wymogu 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 funkcjonowania platform obrotu instrumentami typu *fixed income*, dokonując migracji wszystkich instrumentów tego typu do założonej w pkt. 4.5.2.2 struktury rynku, co zakłada:

- restrukturyzację segmentów (platform obrotu) w celu obniżenia kosztów (w tym transakcyjnych i spreadów),
- 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>71)</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 zestawienia 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 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,

<sup>71)</sup> Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz. U. z 2018 r. poz. 483, z późn. zm.).

- większy zakres odpowiedzialności i transparentność w zakresie całkowitych zobowiązań emitentów,
- dążenie do standaryzacji dokumentacji na rynku nieskarbowych obligacji w celu obniżenia kosztów, poprawienia i przyspieszenia dostępu do rynku oraz zmniejszenia ryzyka systemowego, kontrahenta i prawnego,
- 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 nie płynnych obligacji.

3. Rynek wtórny:

- restrukturyzacja segmentów (platform obrotu) w celu obniżenia kosztów (w tym transakcyjnych i spreadów),
- uproszczenie dostępu do rynku,
- ulepszenie mechanizmów kształtowania cen i wyszukiwania źródeł płynności,
- przyciągnięcie bardziej niejednorodnej grupy inwestorów.

4. Zrewidowanie oraz docelowo uproszczenie zasad dotyczących zgromadzeń obligatariuszy oraz administratorów zabezpieczeń, w celu umożliwienia efektywnego egzekwowania swoich praw przez obligatariuszy.

#### 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 działań edukacyjnych dla inwestorów w odniesieniu do instrumentów pochodnych rynku regulowanego, które podlegają stosownemu reżimowi regulacyjnemu,
2. 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,
3. dywersyfikacja produktów i bazy technologicznej na GPW w celu zwiększenia gamy produktów, typów zleceń, strategii obrotu, zapewnienia technologii dostępu łączącej GPW z inwestorami korzystającymi z dostępu sponsorowanego przy wykorzystaniu możliwości rozliczeń w CCP dla różnych typów obecnych oraz nowych instrumentów finansowych,
4. wprowadzenie ulepszonych modeli opłat przyczyniających się do obniżenia kosztów dla inwestorów końcowych.

##### 4.5.5.2. Instrumenty pochodne OTC

Zgodnie z reżimem rozporządzenia EMIR, instrumenty pochodne można podzielić na centralnie rozliczane (obligatoryjnie), centralnie rozliczane (fakultatywnie) oraz bilateralnie rozliczane<sup>72)</sup>.

Obecnie znaczna część kontraktów pochodnych OTC nominowanych w polskiej walucie i zawieranych między bankami krajowymi a nierezydentami (głównie londyńskimi bankami), które podlegają obowiązkowi centralnego rozliczania, jest rozliczana w jednym z brytyjskich CCP<sup>73)</sup>. W związku z tym powinno dążyć się do zachęcenia krajowe i zagraniczne podmioty rynku finansowego do rozliczania tych transakcji w KDPW\_CCP. Osiągnięcie tego celu wymaga przede wszystkim podniesienia pozycji konkurencyjnej polskiego kontrahenta centralnego i tym samym krajowego rynku kapitałowego (szerzej: pkt 4.5.8.2).

Podniesienie konkurencyjności polskiego rynku można osiągnąć między innymi poprzez wspieranie takich rozwiązań, które pozwoliłyby na dalszy rozwój infrastruktury transakcyjnej i posttransakcyjnej dla instrumentów pochodnych, które nie podlegają obowiązkowi centralnego rozliczania. W tym celu proponuje się przeprowadzenie studium wykonalności dla wykorzystania technologii *blockchain* (lub ewentualnie innej nowoczesnej technologii) w rozliczaniu transakcji pochodnych rozliczanych bilateralnie. Technologia ta mogłaby być wykorzystywana na krajowym rynku, przyczyniając się do wzrostu jego przewagi technologicznej i w rezultacie stanowić potencjalną technologię eksportową. Postulat ten wymaga szerszej analizy na dalszym etapie wypracowania konkretnych rozwiązań i mechanizmów.

<sup>72)</sup> To, do której kategorii należy dana klasa instrumentu pochodnego, zależy w szczególności od poziomu jego wystandaryzowania. Lista instrumentów pochodnych, które podlegają obowiązkowi centralnego rozliczania, zawarta jest w rozporządzeniach delegowanych Komisji Europejskiej.

<sup>73)</sup> Są to przede wszystkim kontrakty pochodne na stopę procentową. Zob. NBP, *Raport o stabilności systemu finansowego*, Warszawa, grudzień 2018 r.



#### 4.5.5.3. Rynek terminowy na surowce

Równoległe z rozwojem rynku obligacji rozwojowych należy w ramach grupy roboczej przy RRRF (blok tematyczny instrumenty pochodne) przeanalizować możliwość i kierunek rozwoju giełd terminowych w Polsce, na których odbywałby się handel m.in. wystandaryzowanymi materiałami budowlanymi czy też surowcami energetycznymi. Wskazywane kontrakty mogłyby być pomocne do zabezpieczania kontraktów zawieranych przez firmy transportowe, wykonawców, stroną publiczną (na poziomie rządowym i samorządowym, w szczególności w związku z wprowadzanymi klauzulami do kontraktów nt. partycypacji we wzroście kosztów surowców budowlanych na kontraktach budowlanych).

#### DZIAŁANIA - STRUKTURA RYNKU – INSTRUMENTY POCHODNE

1. Podjęcie opisanych w Strategii pięciu działań zmierzających do poprawienia skali i wydajności rynku instrumentów pochodnych.
2. Przeprowadzenie studium wykonalności dla wykorzystania technologii *blockchain* (lub ewentualnie innej nowoczesnej technologii) w rozliczaniu transakcji pochodnych rozliczanych bilateralnie.
3. Przeanalizowanie możliwości i kierunku rozwoju giełd terminowych.

#### 4.5.6. INSTYTUCJE POŚREDNICZĄCE

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 kapitałowe 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 obostrzonych 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 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. Należy również rozważyć wprowadzenie konieczności wykazania przez pośrednika, na podstawie badań empirycznych i przyszłych prognoz, że produkty, w związku z którymi pobierane są wysokie opłaty, mogą zapewnić zwrot poniesionych kosztów i przynieść większe zyski niż tańsze alternatywy,
- benchmarking opłat, co przyczyni się do stworzenia konkurencji i transparentnych struktur porównywania opłat dla inwestorów, przykładowo w formie internetowej porównywarki opłat i wyników inwestycyjnych, prezentującej 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 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 r. statusu ogólnoeuropejskich pośredników przez minimum dwie polskie instytucje pośredniczące. Osiągnięcie tego celu powinno umożliwić również zrealizowanie założenia 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 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 cenie niż brokerzy za granicą. 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.

Należy pamiętać, że już obecnie za 40% transakcji wykonywanych na rynku akcji odpowiadają zdalni uczestnicy giełdy<sup>74)</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.

Co istotne wprowadzenie przez polską branżę maklerską zmian w modelu usług dla klientów mogłoby stworzyć również potencjał sprzedaży związanej takich usług do innych sektorów rynku. Istnieją bowiem 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.

<sup>74)</sup> Obliczenia własne na podstawie danych GPW.

#### 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 uniemożliwiającą korzystanie z tego modelu biznesowego,
- brak tak zwanej jednolitej licencji bankowej (patrz m.in. punkt 4.3.4),
- konieczne jest wdrożenie regulacji dla nieistniejących lub niestosowanych 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 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, w celu 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.

#### 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*. Unowocześnieniu technologii stosowanych na krajowym rynku kapitałowym może również sprzyjać wprowadzenie tak zwanej jednolitej licencji bankowej, co opisano w punkcie 4.5.6.5.

Przed 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 powinna 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 r., 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,
- **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 niewykorzystywane. 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,
- **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.

#### 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 w celu 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:
  - 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>75)</sup>, oraz charakteryzuje się wysokimi kosztami ukrytymi (w tym spreadami) i alternatywnymi (wynikającymi na przykład z szybkości wykonania zlecenia)<sup>76)</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.

<sup>75)</sup> Raport PwC, *Wyzwania rozwojowe, a otoczenie regulacyjne i sytuacja rynkowa firm inwestycyjnych w Polsce*, Marzec 2017.

<sup>76)</sup> Problem ten był wielokrotnie podnoszony przez interesariuszy podczas spotkań bilateralnych prowadzonych w ramach prac nad dokumentem.

Ponadto wybór produktów przez inwestora może być utrudniony i cechuje się niewystarczającymi możliwościami porównywania wyników inwestycyjnych pomniejszonych o koszty, ponieważ opłaty nakładane przez pośredników są rozpoznawane w wyniku pośrednika natychmiast, podczas gdy wynik inwestycyjny naliczany jest na rzecz inwestora w dłuższym okresie. Obecne podejście może być szkodliwe między innymi w zakresie możliwości przyciągnięcia zagranicznych inwestorów i może skutkować tym, że polski rynek i inwestorzy będą w większej mierze obsługiwani przez podmioty zagraniczne.

W związku z tym Rząd i KNF powinny podjąć następujące działania:

- 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 należy przeanalizować kwestię poziomu kosztów rynkowych w ramach prac grupy roboczej ds. wdrożenia SRRK. 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 – OPLATY 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. Analiza kwestii poziomu kosztów rynkowych na krajowym rynku kapitałowym w ramach prac grupy roboczej ds. wdrożenia SRRK.

### 4.5.8. INFRASTRUKTURA POSTTRANSAKCYJNA

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

W zakresie infrastruktury posttransakcyjnej potrzebna jest dywersyfikacja usług dla uzyskania większego efektu skali, z jednoczesnym wprowadzeniem ulepszeń zwiększających ochronę konsumentów. Ponadto należy dążyć do rozwoju samej infrastruktury Krajowego Depozytu pozwalającej na rejestrację (rozliczanie) specyficznych emisji obligacji oraz rolowanie tych emisji.

#### 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.

#### Identyfikacja posiadaczy papierów wartościowych i usługi dotyczące relacji inwestorskich

Propozycja ta (szczegółowo opisana w punkcie 4.3.4.) sprowadza się do wzmocnienia przejrzystości w relacjach pomiędzy emitentami i inwestorami i tym samym budowy rozwiniętych relacji inwestorskich na polskim rynku kapitałowym. Wymaga ona wprowadzenia już na etapie implementowania przepisów dyrektywy o prawach akcjonariuszy<sup>77)</sup> regulacji ułatwiających prowadzenie przez emitentów spółek rynku regulowanego programów lojalnościowych i gwarantujących możliwość pozyskania z KDPW informacji o swoim akcjonariacie po przekroczeniu przez inwestora 0,5% udziału w kapitale zakładowym. Jednocześnie należy umożliwić inwestorom posiadającym mniej niż 0,5% udziału w kapitale zakładowym

<sup>77)</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 20.05.2017, str. 1).

spółki notowanej na rynku regulowanym złożenie stosownego oświadczenia o dobrowolnej zgodzie na przekazanie identyfikujących ich danych.

#### Udzielanie i zaciąganie pożyczek papierów wartościowych

Jak wyjaśniono powyżej, potrzebny jest rozwój usługi pożyczania papierów wartościowych rozliczanych przez kontrahenta centralnego, będącej potencjalnie powiązaną 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.

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

Podstawowym celem SRRK dla infrastruktury posttransakcyjnej kontrahentów centralnych jest dywersyfikacja usług i wzrost bezpieczeństwa systemowego infrastruktury.

##### Ekspansja polskiego CCP

Jak zasygnalizowano w pkt 4.5.5.2., należy dążyć do przyciągnięcia rozliczania kontraktów pochodnych OTC nominowanych w polskiej walucie do KDPW\_CCP i tym samym wzmocnienia pozycji polskiego CCP w UE. W tym celu wskazane jest przeanalizowanie w ramach grupy roboczej przy RRRF aktualnej pozycji KDPW\_CCP pod kątem czynników, które wpływają na brak zainteresowania ofertą tej izby wśród zagranicznych instytucji finansowych, z uwzględnieniem uwarunkowań dla usługi *client clearing*.

##### 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.

##### Zapewnienie NBP prawnych możliwości udzielania kredytu śróddziennego KDPW\_CCP

KDPW\_CCP jest zobowiązany do zapewnienia możliwie bezpiecznego i efektywnego funkcjonowania tej części infrastruktury rynku finansowego, za którą odpowiada. Wymaga to w szczególności uwzględnienia potrzeb płynnościowych, jakie mogą powstawać w związku z prowadzoną działalnością rozliczeniową. KDPW\_CCP, prowadząc system zabezpieczania płynności rozliczania transakcji, akceptuje bezpieczne i płynne papiery wartościowe jako zabezpieczenie rozliczanych transakcji. Wspomaga to także płynność po stronie banków, firm inwestycyjnych oraz ich klientów, którzy mogą wносить papiery na zabezpieczenie, mając pozostawione do swojej dyspozycji środki pieniężne. Rozwiązanie to 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 umożliwić NBP udzielanie KDPW\_CCP kredytu śróddziennego poprzez odpowiednią modyfikację przepisów ustawy o NBP. Kredyt ten byłby udzielany na zasadach analogicznych co kredyt techniczny oferowany obecnie bankom, czyli zabezpieczony 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 występowałby po stronie dłużniczej, a które wynikałyby z rozliczeń transakcji lub prowadzonych systemów zabezpieczania płynności rozliczania transakcji<sup>78)</sup>.

<sup>78)</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 kredytów podmiotom publicznym, o 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 z dnia 29 sierpnia 1997 r. 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.

**DZIAŁANIA - STRUKTURA RYNKU – INFRASTRUKTURA POSTTRANSAKCYJNA**

1. Centralne rozliczanie transakcji repo.
2. Rozwój usługi pożyczania papierów wartościowych (między innymi dzięki jasnym wytycznym i regulacjom dotyczącym krótkiej sprzedaży) rozliczanych przez kontrahenta centralnego.
3. Zapewnienie NBP prawnych możliwości udzielania kredytu śróddziennego KDPW\_CCP.

**4.6. OBSZAR 6: INNOWACJE**

Jednym z celów Strategii jest wykorzystanie innowacji FinTech jako sposobu na zapewnienie konkurencyjności polskiego rynku na poziomie europejskim oraz osiągnięcie przez Polskę statusu regionalnego centrum Europy Środkowo-Wschodniej w zakresie 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 planuje uruchomienie wirtualnej piaskownicy regulacyjnej. 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. Temat nowych instrumentów finansowych stał się wiodącym wątkiem dyskusji podjętej m.in. w ramach prac grupy roboczej ds. rejestrów rozproszonych i *blockchain*, która została utworzona w ramach strumienia ds. rejestrów rozproszonych w Zespole zadaniowym „Od papierowej do cyfrowej Polski” funkcjonującym przy Komitecie Rady Ministrów ds. Cyfryzacji. Realizując cele Strategii, w nowych technologiach należy wykorzystać również dorobek wspomnianej grupy, jak również innych prac zespołów i grup o podobnych celach i strukturze.

Według danych OECD średni poziom państwowych wydatków na badania i rozwój w UE wynosi około 3% PKB, podczas gdy w Polsce kształtuje się na poziomie 0,96%<sup>79)</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 są 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 aby 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 wprowadzanie 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 nadmierne 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>80)</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 obecnie w wystarczającej mierze wykorzystywane przez krajowy rynek kapitałowy.

<sup>79)</sup> Według danych OECD.

<sup>80)</sup> Zob. <https://braincode.xyz/blog/fintech-guide-poland/>

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 polskiej gospodarki należy zauważyć, że wiele spośród najszybciej rozwijających się spółek na świecie rozpoczyna działalność w formie start-upów. Konieczne jest w związku z tym umożliwienie takim podmiotom rozpoczęcia działalności i rozwoju właśnie w Polsce. Istotnym krokiem w tym kierunku jest wprowadzenie nowego typu spółki handlowej – prostej spółki akcyjnej.

Kolejnym krokiem w kierunku poprawiania otoczenia prawnego dla rozwoju start-upów powinno być zwiększanie możliwości finansowania ich działalności, w tym poprzez finansowanie społecznościowe (crowdfunding). Crowdfunding w modelu inwestycyjnym obejmuje przedsiębiorców, którzy przedstawiają projekty wymagające sfinansowania i oferują w tym celu udziały w swoich spółkach inwestorom, 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 krajowe i unijne przepisy regulujące obrót instrumentami finansowymi oraz publiczne oferowanie tych instrumentów<sup>81)</sup>. 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 ujednocili ramy prawne dla działalności platform crowdfundingowych funkcjonujących w Unii Europejskiej, niezależnie od tego, czy działają one transgranicznie, czy ograniczają swoją działalność jedynie do rynku jednego państwa członkowskiego. Dlatego też prace nad proponowanym w Strategii rozwiązaniem będą uzależnione od ostatecznego kształtu wskazanej regulacji unijnej.

### Rozwój segmentu venture capital i private equity

W Polsce segment rynku kapitałowego wyspecjalizowany w inwestycjach podwyższonego ryzyka jest w dalszym stopniu na wczesnym etapie rozwoju. Dlatego wymaga on wciąż cierpliwego wsparcia ze strony państwa, zarówno w obszarze inwestycji publicznych, jak i w zakresie stałej adaptacji ram prawnych (np. piaskownice regulacyjne), a także zachęt podatkowych. Ponieważ naturą innowacyjnej gospodarki jest jej ciągła zmienność, zatem również polityka rozwoju rynku kapitałowego musi tej zmienności stale wychodzić naprzeciw.

### 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.

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

<sup>81)</sup> W tym kontekście warto również wspomnieć o wydanym w dniu 29 marca 2019 r. *Stanowisku UKNF dotyczącym definicji usługi oferowania instrumentów finansowych zawartej w art. 72 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi*.



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:

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

Ponadto, aby wesprzeć rozwój i udroźnić 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 posttransakcyjnej, analizy danych oraz innych).

Powyższe nowe technologie powinny być spójne z nowymi systemami pośrednictwa, systemami infrastruktury rynku kapitałowego na GPW/Bondspot, które powinny zostać uruchomione do końca 2020 r. w celu zapewnienia odpowiedniej infrastruktury technicznej wspierającej cele rozwojowe SRRK.

#### DZIAŁANIA - STRUKTURA RYNKU – INNOWACJE

1. Przeprowadzenie przez MF studium wykonalności perspektywicznych obszarów innowacji technologicznych, co pozwoli między innymi na zwiększenie skali rynku oraz obniżkę spreadów i kosztów alternatywnych.
2. Uregulowanie działalności platform crowdfundingowych w celu rozwoju rynku.
3. Utworzenie akceleratora FinTech przy GPW.

### 4.7. OBSZAR 7: ZRÓWNOWAŻONE FINANSOWANIE (INWESTYCJE PROEKOLOGICZNE)

Zgodnie z danymi zrzeszenia *Global Sustainable Investment Alliance* na początku 2018 r. wartość aktywów uwzględniających czynniki środowiskowe wyniosła 30 bilionów dolarów i od 2016 r. wzrosła o 34 procent. Z kolei wartość aktywów w Europie wyniosła nieco ponad 14 bilionów dolarów. Dla porównania zgodnie z danymi Banku Światowego w 2017 r. PKB Polski wyniósł około 524 miliardy dolarów<sup>82)</sup>. Dane te świadczą w dużej mierze o istocie i skali zrównoważonego finansowania.

Podjęte przez Unię Europejską działania z zakresu zrównoważonego finansowania mają spowodować kierowanie przez prywatne rynki finansowe od 180 do 270 mld euro rocznie na wspieranie realizacji celów Porozumienia Paryskiego<sup>83)</sup>. Istotną część tych środków może wspierać transformację polskiej gospodarki w takich obszarach jak: ochrona powietrza, wód, górnictwa, przyrody i bioróżnorodności, efektywność energetyczna, rozwój innowacyjnych technologii niskoemisyjnych, wsparcie elektromobilności, rozwój wytwarzania energii ze źródeł odnawialnych czy termomodernizacja budynków mieszkalnych i komercyjnych. Już teraz Polska prowadzi działania w kierunku m.in. poprawy jakości powietrza, bardziej racjonalnego zarządzania odpadami, rozwoju elektromobilności, zmniejszania uciążliwości wynikających z wydobywania kopaliny, ochrony bioróżnorodności oraz budowy polskiej energetyki jądrowej. Przedsięwzięcia te ze swojej natury są kapitałochłonne, a więc wymagają zwiększenia zaangażowania rynku kapitałowego.

W związku z tym polski rynek kapitałowy powinien w sposób usystematyzowany i przemyślany włączyć się w działania z zakresu zrównoważonego finansowania. W tym celu dąży się do stworzenia grupy roboczej przy RRRF ds. zrównoważonego finansowania, której głównymi zadaniami powinno być wyznaczenie i koordynacja działań zawierających się w niniejszym obszarze.

W realizacji tych działań Polska powinna przede wszystkim skorzystać ze swojego doświadczenia jako pioniera emisji zielonych obligacji. Obecnie Ministerstwo Finansów odgrywa wiodącą rolę w rozwoju rynku zielonych obligacji w Polsce. Środki pozyskane z ich emisji przeznaczone są na projekty korzystnie wpływające na środowisko. Finansują one inwestycje w m.in. czysty transport, odnawialne źródła energii czy zalesianie, a przez to przyczyniają się do budowania niskoemisyjnej gospodarki. Polska jako pierwszy na świecie emitent rządowy wyemitowała zielone obligacje w 2016 r. i od tego czasu zaoferowała inwestorom 4 obligacje tego typu o terminie zapadalności od 5 do 30 lat. Pozwoliło to Ministerstwu na

<sup>82)</sup> Global Sustainable Investment Alliance, *The Global Sustainable Investment Review*, 2018.

<sup>83)</sup> Komisja Europejska, *Plan działania: finansowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego*, COM (2018) 97 final, 2018.

zbudowanie efektywnej krzywej rentowności zielonych obligacji. Wszystkie te emisje były nominowane w euro oraz charakteryzowały się dużym popytem ze strony inwestorów.

Ponadto, aby efektywnie włączyć polski rynek kapitałowy w główny nurt, powinno dążyć się do zintensyfikowanej edukacji przedstawicieli rynku oraz społeczeństwa z zakresu zrównoważonego finansowania. Zwiększona świadomość dotycząca tego zagadnienia jest warunkiem minimum, gdyż bez popytu na zrównoważone produkty (przede wszystkim indywidualnych inwestorów) trudno będzie osiągnąć założone cele.

W związku z powyższym proponuje się pięć działań w obszarze zrównoważonego finansowania.

#### Powołanie grupy roboczej RRRF ds. zrównoważonego finansowania

Zrównoważone finansowanie jest obszernym i stosunkowo nowym zagadnieniem dla polskiego rynku. Jego rosnąca popularność oraz potencjalnie wysoki wpływ na działalność podmiotów rynku finansowego wymusza zawiązanie i poprowadzenie dialogu pomiędzy poszczególnymi instytucjami, m.in. w celu wymiany poglądów, zaproponowania konkretnych działań związanych z tym obszarem. W związku z tym proponuje się utworzenie stałej grupy roboczej przy RRRF ds. zrównoważonego finansowania.

#### Analiza możliwości dalszego rozwoju rynku zielonych obligacji

Zainteresowanie zielonymi obligacjami w ostatnich latach silnie rośnie, gdyż coraz więcej inwestorów świadomych zmian zachodzących w środowisku naturalnym chce bezpiecznie lokować aktywa, mając jednocześnie pewność, że finansuje projekty proekologiczne. Takie możliwości stwarza rynek Green Bonds. Ministerstwo Finansów obserwuje zmiany zachodzące na tym rynku oraz aktywnie wspiera jego uczestników. Emisja przez Ministerstwo Finansów zielonych obligacji nominowanych w polskim złotym byłaby więc kolejnym etapem rozwoju tego rynku i pozwalałaby Polsce na dalsze poszerzanie bazy inwestorów. Jednocześnie stwarzałaby nabywcom warunki do optymalnej dywersyfikacji portfela aktywów, umożliwiając heterogeniczną ich alokację. Ministerstwo Finansów rozważa taką emisję, przy czym jej przeprowadzenie będzie uzależnione w głównej mierze od popytu ze strony inwestorów. W ramach SRRK należy przygotować analizę możliwości dalszego rozwoju rynku tak zwanych zielonych obligacji.

#### Podjęcie dwutorowych działań edukacyjnych i promocyjnych w zakresie zrównoważonych inwestycji i produktów

Skuteczność działań zmierzających do zwiększenia zaangażowania rynku finansowego w zrównoważony wzrost zależy m.in. od wiedzy na temat zrównoważonego finansowania, postawy uczestników rynku finansowego wobec zagadnienia, jak i przede wszystkim popularności zrównoważonych inwestycji i produktów wśród potencjalnych inwestorów. W związku z tym proponuje się podjęcie we współpracy z Ministerstwem Środowiska, Ministerstwem Energii i Komisją Nadzoru Finansowego dwutorowych działań edukacyjnych i promocyjnych z zakresu zrównoważonego finansowania, skierowanych do przedstawicieli instytucji rynku finansowego oraz potencjalnych inwestorów. Ważnym elementem edukacyjnym i promocyjnym zrównoważonych inwestycji byłoby też opracowywanie w ramach administracji publicznej wzorów i wymogów w zakresie regularnego raportowania wpływu działań podejmowanych w ramach zrównoważonego finansowania na wybrane obszary objęte tym finansowaniem.

#### Podjęcie działań lobbingowych podmiotów polskiego rynku i spółek energetycznych na forum międzynarodowym

Zrównoważone finansowanie staje się coraz bardziej popularnym tematem w środowisku międzynarodowym. Mając na uwadze tę tendencję, jak również interdyscyplinarność tematu, który obejmuje kwestie związane z funkcjonowaniem rynku finansowego, ochrony środowiska, energetyki, wydobywania surowców etc., konieczne jest podjęcie wspólnych działań lobbingowych podmiotów polskiego rynku finansowego oraz spółek energetycznych. Tylko taka współpraca umożliwiłaby spójną obronę polskich interesów.

#### Analiza zasadności wprowadzenia przez GPW Benchmark wskaźnika niskoemisyjności

Obecnie na rynku polskim nie funkcjonuje żaden wskaźnik niskoemisyjności, jednak warto zauważyć, iż na świecie podobne wskaźniki istnieją już od kilku lat (na przykład opracowywany przez administratora wskaźników z grupy niemieckiej giełdy – STOXX, wskaźnik STOXX Europe Low Carbon 100). Mając na uwadze dążenie organów UE do wprowadzenia na jednolity rynek ujednoliconych typów wskaźników niskoemisyjności<sup>84</sup>, zasadnym jest rozpoczęcie przez polskiego administratora wskaźników, tj. GPW Benchmark, działań analitycznych w kierunku zasadności wprowadzenia na polski rynek wskaźnika niskoemisyjności zgodnego z normami UE.

### DZIAŁANIA – ZRÓWNOWAŻONE FINANSOWANIE (INWESTYCJE PROEKOLOGICZNE)

1. Powołanie przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego grupy roboczej ds. zrównoważonego finansowania.
2. Analiza możliwości dalszego rozwoju rynku zielonych obligacji.

<sup>84</sup> Wniosek Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniające rozporządzenie (UE) 2016/1011 w odniesieniu do wskaźników referencyjnych niskoemisyjności i wskaźników referencyjnych pozytywnego wpływu na emisyjność, COM(2018) 355.

 Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego

- 
3. Podjęcie dwutorowych działań edukacyjnych i promocyjnych w zakresie zrównoważonych inwestycji i produktów.

---

  4. Podjęcie działań lobbingowych podmiotów polskiego rynku i spółek energetycznych na forum międzynarodowym.

---

  5. Analiza zasadności wprowadzenia przez GPW Benchmark wskaźnika niskoemisyjności.

## 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, Inwestycji i Rozwoju 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.

Grupa robocza pracująca w ramach RRRF przy implementacji SRRK powinna co najmniej raz na dwa miesiące raportować do zespołu ds. zarządzania projektem na temat postępów w pracach w zakresie poszczególnych obszarów tematycznych.

### 5.2. FINANSOWANIE

Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego ma charakter kierunkowy 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 na rynku regulowanym, dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 345 z 31.12.2003, str. 64, z późn. zm.).

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 z 06.11.2013, str. 13, z późn. zm.).

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, 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, 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 20.05.2017, 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, 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, z późn. zm.).

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

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, str. 1, z późn. zm.).

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, str. 1, z późn. zm.).

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

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. 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. z 2018 r. poz. 621, z późn. zm.).

Ustawa z dnia 6 grudnia 2006 r. o zasadach prowadzenia polityki rozwoju (Dz. U. z 2019 r. poz. 1295).

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2019 r. poz. 869, z późn. zm.).

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

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

Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. 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. poz. 2243, z późn. zm.).

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, z późn. zm.).

Wniosek Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniające rozporządzenie (UE) 2016/1011 w odniesieniu do wskaźników referencyjnych niskoemisyjności i wskaźników referencyjnych pozytywnego wpływu na emisyjność, COM(2018) 355.

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.

Baerle 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.

Global Sustainable Investment Alliance, *The Global Sustainable Investment Review*, 2018.

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.

Kachniewski M., Majewski B., Wasilewski P., *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, Warszawa, czerwiec 2008.

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.

Komisja Europejska, *Plan działania: finansowanie zrównoważonego wzrostu gospodarczego*, COM (2018) 97 final, 2018.

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 G. *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.
- PARP, *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Warszawa 2019.
- 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/Strony/Home\\_ccp.aspx](http://www.kdpwccp.pl/pl/Strony/Home_ccp.aspx)
- [https://knf.gov.pl/podmioty/Podmioty\\_rynk\\_u\\_kapita\\_lowego](https://knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_rynk_u_kapita_lowego)
- <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-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 wielodziałalowego 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 przeprowadzane 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 walut wirtualnych
- IKE** – indywidualne konto emerytalne; system oszczędności emerytalnych funkcjonujący w ramach III filaru w rozumieniu ustawy z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych oraz indywidualnych kontach 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 2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych oraz indywidualnych kontach 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 jest zależna 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
- 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
- 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
- Lad 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 możliwie 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, charakteryzujący 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 są zapisywane 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
- 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 jest dokonywany 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-buy back (SBB)** – transakcja, w której jedna ze stron zbywa określone papiery wartościowe (przenosząc prawo ich własności) i jednocześnie zobowiązuje się do odkupu w późniejszym terminie równoważnych papierów wartościowych po z góry określonej cenie (tzw. cenie odkupu). W sensie ekonomicznym zawarcie takiej transakcji jest równoważne z zaciągnięciem pożyczki zabezpieczonej papierami wartościowymi. W transakcjach SBB pozytywki

(kupony odsetkowe) z tytułu posiadanych papierów wartościowych uzyskane w czasie trwania transakcji są zatrzymywane przez ich tymczasowego właściciela, a wartość tych przytów jest uwzględniana w cenie odkupu. Dla kontrahenta kupującego papiery wartościowe i jednocześnie zobowiązującego się do ich odsprzedaży transakcja ta jest określana jako *buy-sell back* (BSB)

**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

**Sponsor emisji** – instytucja prowadząca rejestr osób, które nabyły papiery wartościowe na okaziciela lub imienne w obrocie pierwotnym lub w ramach IPO

**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** – Stowarzyszenie Międzybankowej Telekomunikacji Finansowej (ang. Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication), które jest m.in. odpowiedzialne za nadawanie kodów identyfikujących instytucje finansowe (kody BIC, zwyczajowo w Polsce zwane też kodami SWIFT)

**T2S (TARGET2-Securities)** – paneuropejska platforma rozrachunku papierów wartościowych

**Tokenizacja** – proces wykorzystujący technologię *blockchain* do tworzenia tokenów lub walut wirtualnych będących cyfrową formą wartości powiązanej z danym dobrem

**Transakcja repo (ang. repurchase agreement)** – transakcja, w której jedna ze stron zbywa określone papiery wartościowe (przenosząc prawo ich własności) i jednocześnie zobowiązuje się do odkupu w późniejszym terminie równoważnych papierów wartościowych po z góry określonej cenie (tzw. cenie odkupu). W sensie ekonomicznym zawarcie takiej transakcji jest równoważne z zaciągnięciem pożyczki zabezpieczonej papierami wartościowymi. W transakcjach repo przytki (kupony odsetkowe) z tytułu posiadanych papierów wartościowych uzyskane w czasie trwania transakcji są przekazywane przez ich tymczasowego właściciela podmiotowi, który zobowiązał się do odkupu. Dla kontrahenta kupującego papiery wartościowe i jednocześnie zobowiązującego się do ich odsprzedaży transakcja ta jest określana jako *reverse repo*.

**Unbundling** – obowiązkowe rozdzielanie 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* są podejmowane przez wyspecjalizowane podmioty – fundusze *venture capital*, które również wspierają organizacyjnie działalność rozwijającego się przedsiębiorstwa

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

**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, Inwestycji i Rozwoju ds. wdrożenia SRRK odpowiedzialnego za implementację rozwiązań przewidzianych w Strategii.
2. Utworzenie w strukturach Ministerstwa Finansów zespołu ds. zarządzania projektem SRRK.
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 grupy roboczej przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego do spraw wdrożenia rozwiązań przewidzianych w SRRK.
6. Pozyskanie dla krajowego rynku kapitałowego Polaków pracujących za granicą w największych firmach finansowych, konsultingowych, informatycznych i FinTech.
7. Utworzenie przez uczestników rynku, przy wsparciu organizacyjnym Rządu, biura w Brukseli zajmującego się lobbowaniem w kluczowych instytucjach unijnych.
8. Dbanie o stabilność i przewidywalność regulacji.
9. Zwiększenie odpowiedzialności pośredników w zakresie rekomendowanych inwestycji przez skuteczne środki egzekwowania prawa.
10. Realizacja przez GPW w większym stopniu niż dotychczas uprawnień określonych w Regulaminie Giełdy dotyczących egzekwowania od spółek giełdowych przestrzegania zasad ładu korporacyjnego.
11. Podjęcie przez Rząd działań zmierzających do tego, aby spółki z udziałem Skarbu Państwa notowane na GPW w jak największym stopniu stosowały zasady ładu korporacyjnego obowiązujące spółki giełdowe, zawarte w dokumencie „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016”.
12. Wzmoczenie działań w zakresie edukacji na temat rynku finansowego – zarówno nieprofesjonalnych inwestorów, jak i potencjalnych emitentów – między innymi poprzez stworzenie Strategii Edukacji Finansowej.
13. Wdrożenie programów mających na celu przyciągnięcie na polski rynek finansowy oszczędności Polaków żyjących poza granicami Polski.
14. Rozważenie wprowadzenia wybranych nowych modeli produktów oszczędnościowych z bardzo prostą funkcjonalnością.
15. Promocja skarbowych produktów oszczędnościowych dystrybuowanych np. przez kanały mobilne, z prostą funkcjonalnością (możliwość zastosowania rozwiązań wykorzystujących technologię rozproszonego rejestru).
16. Aktywny nadzór nad kosztami ponoszonymi przez inwestorów indywidualnych przy jednoczesnym uniemożliwieniu stosowania ukrytych (alternatywnych) opłat i prowizji oraz międzynarodowy benchmarking opłat.
17. Umożliwienie emitentom prowadzenia programów lojalnościowych dla inwestorów.
18. Wprowadzenie gier z dziedziny edukacji finansowej, m.in. dostępnych na platformach społecznościowych.
19. Programy edukacyjne dla emitentów, inwestorów instytucjonalnych, pośredników, doradców oraz inwestorów indywidualnych, w tym poprzez współpracę UKNF z organizacjami zrzeszającymi inwestorów indywidualnych.
20. Analiza zasadności wprowadzenia produktów oszczędnościowych adresowanych do Polaków niekorzystających z produktów bankowych.
21. Zapewnienie możliwości zidentyfikowania przez rynek i inwestorów niewłaściwych praktyk i ich wyeliminowanie poprzez rozważenie wprowadzenia obowiązku publikowania informacji o tym, jakiego rodzaju naruszenia w czynnościach i działaniach danego podmiotu zidentyfikowała KNF, które doprowadziły Komisję do złożenia stosownego zawiadomienia do prokuratury.
22. Opublikowanie przez UKNF zobowiązania wobec uczestników rynku odnośnie do utrzymywania określonych standardów prowadzonych postępowań oraz innych działań nadzorczych.
23. Przyjęcie przez KNF strategii operacyjnej.

24. Czasowe oddelegowywanie pracowników UKNF na staże i programy szkoleniowe w podmiotach nadzorowanych.
25. Zwiększenie zaangażowania KNF w rozwój rynku kapitałowego przy jednoczesnym zapewnieniu przejrzystości i proporcjonalności nadzoru.
26. Zmiana zasad postępowania przed KNF, np. poprzez modyfikację KPA.
27. Przegląd regulaminów m.in. GPW, BondSpot i KDPW w zakresie spraw niewymagających zgody KNF.
28. Utworzenie przez KNF „piaskownicy regulacyjnej” dla podmiotów typu FinTech.
29. Aktywny udział KNF w programach edukacji z zakresu rynku finansowego.
30. Współpraca KNF z interesariuszami, w celu zagwarantowania bezpieczeństwa działalności polskich podmiotów w związku z konsekwencjami Brexitu.
31. Konieczność efektywnego monitorowania przez KNF ryzyka wynikającego z rosnących powiązań międzynarodowych polskiej gospodarki.
32. Analiza konieczności wprowadzenia na stronie internetowej KNF narzędzia typu *sourcebook* ułatwiającego zrozumienie regulacji rynku finansowego.
33. Wdrażanie przepisów unijnych dotyczących rynku kapitałowego w odpowiednim czasie, aby pozostawić uczestnikom rynku wystarczający czas na dostosowanie się do regulacji.
34. Powołanie przez MF i KNF zespołu roboczego do spraw identyfikacji nadmiarowych regulacji krajowych w stosunku do regulacji unijnych.
35. Unikanie gold-platingu i zmiana przepisów dotyczących:
  - outsourcingu,
  - wymogu uzyskania zgody emitenta na dopuszczenie do obrotu papierów wartościowych.
36. Wypracowywanie na forum UE rozwiązań zapewniających zachowanie zasady proporcjonalności przepisów z punktu widzenia krajowego rynku kapitałowego.
37. Wypracowanie kodeksu dobrych praktyk w zakresie unikania gold-platingu i zachowania zasady proporcjonalności w krajowych regulacjach.
38. Stworzenie ram prawnych dla wzmocnienia egzekwowania zasad ładu korporacyjnego w spółkach notowanych na GPW.
39. Wprowadzenie sądów specjalizujących się w sprawach dotyczących rynku finansowego.
40. Podwyższenie jakości świadczonych usług i zwiększenie odpowiedzialności podmiotów pośredniczących zajmujących się dystrybucją instrumentów finansowych wobec inwestorów indywidualnych.
41. Zwiększenie przejrzystości rynku obligacji niepublicznych – wprowadzenie obowiązku dostarczania KNF sprawozdań dotyczących stabilności finansowej przez emitentów.
42. Wprowadzenie wobec podmiotów nadzorowanych mechanizmu tzw. czynnego żalu.
43. Zapewnienie przeniesienia papierów wartościowych w tym samym dniu w przypadku, gdy uczestnik KDPW prowadzący rachunki papierów wartościowych ogłasza upadłość.
44. Wprowadzenie regulacji zapewniających efektywność w sytuacji upadłości uczestników rozliczających lub KDPW\_CCP.
45. Wprowadzenie obowiązku korzystania przez fundusze inwestycyjne z wyceny rynkowej obligacji korporacyjnych.
46. Wprowadzenie obowiązku nagrywania rozmów w przypadku świadczenia usługi zarządzania portfelem i usługi doradztwa inwestycyjnego.
47. Wprowadzenie ram prawnych i regulacyjnych oraz wytycznych dla produktów i usług dostępnych lub stosowanych jedynie w ograniczonym zakresie.
48. Wprowadzenie do krajowego systemu prawnego nowego modelu funduszu inwestycyjnego, atrakcyjnego z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych (np. SICAV).
49. Wprowadzenie przez KNF standaryzowanych i zautomatyzowanych procesów emisji.
50. Wdrożenie tak zwanej jednolitej licencji bankowej i eliminacja barier organizacyjnych dotyczących świadczenia usług inwestycyjnych w bankach.
51. Wprowadzenie ram prawnych dla technologii rozproszonego rejestru (DLT) i pozycjonowania aktywów kryptograficznych na polskim rynku.
52. Zachęty podatkowe dla emitentów:

## Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego

- 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,
  - emitenci publiczni:
    - wprowadzenie ulgi dla kosztów IPO,
    - zwiększenie ulg dla programów akcji pracowniczych.
- 
- 53.** Zachęty podatkowe dla inwestorów:
- umożliwienie kompensacji zysków/strat kapitałowych dla jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych i innych papierów wartościowych,
  - 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.
- 
- 54.** Zachęty podatkowe dla pośredników:
- zwolnienie transakcji repo spełniających określone kryteria z podatku od niektórych instytucji finansowych.
- 
- 55.** Usprawnienia w zakresie administracji skarbowej dla emitentów – centralizacja procesów dla emitentów.
- 
- 56.** Harmonizacja zasad podatkowego traktowania obligacji (dla obligacji wyemitowanych przed i po 2015 r.).
- 
- 57.** Wyeliminowanie opóźnień w rejestracji papierów wartościowych przez sądy po przeprowadzonej emisji akcji.
- 
- 58.** 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*).
- 
- 59.** Współpraca GPW i PAIH w celu promowania polskiego rynku kapitałowego za granicą.
- 
- 60.** Plany rozwoju rynku wtórnego akcji 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,
  - dążenie do obniżenia kosztów dostępu dla inwestorów indywidualnych,
  - stworzenie strategii „odzyskania rynku” w odniesieniu do utraconego wolumenu zagranicznego,
  - zróżnicowanie produktów i rozwój usług, np. typy zleceń, aukcje, SLB,
  - działania edukacyjne dla pośredników i inwestorów.
- 
- 61.** Określenie do końca 2020 r. krajowych regulacji dla produktów i usług dostępnych lub stosowanych jedynie w ograniczonym zakresie na polskim rynku, a popularnych na najbardziej rozwiniętych rynkach – w tym ETF.
- 
- 62.** Wykorzystanie nowych i konkurencyjnych technologii przez podmiot prowadzący rynek elektroniczny obligacji skarbowych w celu usprawnienia mechanizmów kształtowania cen i wyszukiwania płynności.
- 
- 63.** 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.
- 
- 64.** Analiza możliwości rozwoju finansowania poprzez obligacje komunalne.
- 
- 65.** Wprowadzenie obligacji rozwojowych, które będą mogły stać się instrumentem finansowania polskich potrzeb infrastrukturalnych.
- 
- 66.** Usprawnienia w zakresie ochrony konsumentów na niepublicznym rynku pierwotnym obligacji korporacyjnych:
- obowiązkowa dematerializacja w KDPW,
  - większy zakres odpowiedzialności i transparentność w zakresie całkowitych zobowiązań emitentów,
  - analiza konieczności utworzenia rejestru obligacji, a także potrzeby wprowadzenia dodatkowych obowiązków dla emitentów w zakresie raportowania,

## Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego

- dążenie do standaryzacji dokumentacji w celu obniżenia kosztów, poprawy dostępu do rynku oraz ograniczenia ryzyka dla inwestora,
  - wzmocnienie zadań i zakresu odpowiedzialności audytorów,
  - system informacji dla prospektów emisyjnych i niestandardowych emisji.
- 
- 67.** Ograniczenie wykorzystania metod wyceny bazujących na wewnętrznej stopie zwrotu dla nie płynnych obligacji.
- 
- 68.** Rynek wtórny obligacji nieskarbowych:
- restrukturyzacja segmentów (platform obrotu) w celu obniżenia kosztów (w tym transakcyjnych i spreadów),
  - uproszczenie dostępu do rynku,
  - ulepszenie mechanizmów kształtowania cen i wyszukiwania źródeł płynności,
  - przyciągnięcie bardziej niejednorodnej grupy inwestorów.
- 
- 69.** Zrewidowanie oraz docelowo uproszczenie zasad dotyczących zgromadzeń obligatariuszy oraz administratorów zabezpieczeń, w celu umożliwienia efektywnego egzekwowania swoich praw przez obligatariuszy.
- 
- 70.** Podjęcie opisanych w Strategii pięciu działań zmierzających do poprawienia skali i wydajności rynku instrumentów pochodnych.
- 
- 71.** Przeprowadzenie studium wykonalności dla wykorzystania technologii *blockchain* (lub ewentualnie innej nowoczesnej technologii) w rozliczaniu transakcji pochodnych rozliczanych bilateralnie.
- 
- 72.** Przeanalizowanie możliwości i kierunku rozwoju giełd terminowych.
- 
- 73.** Wzmoczone egzekwowanie obowiązku dochowania przez pośredników należytej staranności względem uczestników rynku.
- 
- 74.** Dążenie do przyciągnięcia do Polski przedsiębiorstw, które ze względu na restrykcyjne regulacje mogły przenieść swoją działalność za granicę.
- 
- 75.** Program upowszechniający przygotowywanie analiz dla spółek publicznych.
- 
- 76.** Unowocześnienie, zmiana i rozbudowa technologii:
- dążenie do większego stosowania handlu algorytmicznego na rynku,
  - wzmoczone przestrzeganie zasad najlepszego wykonywania zleceń (ang. *best execution*), zwłaszcza na rynku OTC,
  - usprawnienia w zakresie systemów *back office*.
- 
- 77.** Wzmocnienie egzekwowania przepisów dyrektywy MiFID II z zakresu najlepszego wykonywania w celu ochrony inwestorów.
- 
- 78.** Wdrożenie nowych technologii w celu obniżenia spreadów i kosztów alternatywnych.
- 
- 79.** Analiza kwestii poziomu kosztów rynkowych na krajowym rynku kapitałowym w ramach prac grupy roboczej ds. wdrożenia SRRK.
- 
- 80.** Centralne rozliczanie transakcji repo.
- 
- 81.** Rozwój usługi pożyczania papierów wartościowych (między innymi dzięki jasnym wytycznym i regulacjom dotyczącym krótkiej sprzedaży), w tym rozliczanych przez kontrahenta centralnego.
- 
- 82.** Zapewnienie NBP prawnych możliwości udzielania kredytu śróddziennego KDPW\_CCP.
- 
- 83.** Przeprowadzenie przez MF studium wykonalności perspektywicznych obszarów innowacji technologicznych, co pozwoli między innymi na zwiększenie skali rynku oraz obniżkę spreadów i kosztów alternatywnych.
- 
- 84.** Uregulowanie działalności tzw. platform crowdfundingowych w celu rozwoju rynku.
- 
- 85.** Utworzenie akceleratora FinTech przy GPW.
- 
- 86.** Powołanie przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego grupy roboczej ds. zrównoważonego finansowania.
- 
- 87.** Analiza możliwości dalszego rozwoju rynku zielonych obligacji.
- 
- 88.** Podjęcie dwutorowych działań edukacyjnych i promocyjnych w zakresie zrównoważonych inwestycji i produktów.
- 
- 89.** Podjęcie działań lobbingsowych podmiotów polskiego rynku i spółek energetycznych na forum międzynarodowym.
- 
- 90.** Analiza zasadności wprowadzenia przez GPW Benchmark wskaźnika niskoemisyjności.