



Szanowny Czytelniku,

w ubiegłym roku obchodziliśmy rocznicę 16 lat działalności Izby Domów Maklerskich, która reprezentuje środowisko domów i biur maklerskich działających w Polsce. Taka rocznica to dobra okazja do podsumowań. Wnioski jakie wyciągnęliśmy z oceny dotychczasowej działalności i dorobku Izby skłoniły nas do poszukiwania nowych środków komunikacji z członkami. Stąd powstała koncepcja wydawania biuletynu środowiska, który będzie zawierał najważniejsze informacje na temat działalności Izby, jej inicjatyw i przedsięwzięć publicznych. Dziś z przyjemnością przekazujemy Państwu pierwszy numer nowej publikacji Izby Domów Maklerskich – Biuletyn IDM. Biuletyn IDM zawiera podsumowanie najważniejszych działań Izby w ostatnich miesiącach, w tym tematy prawne, aktualności dotyczące bieżących prac Izby. Mamy nadzieję, że każdy znajdzie tam interesujące tematy. Dla inspektorów i szefów compliance przygotowaliśmy temat wydania „MiFID II Nowe Wytyczne ESMA”. Gościem pierwszego numeru Biuletynu IDM jest Pan Andrzej S. Nartowski, Prezes Polskiego Instytutu Dyrektorów. Autorom tekstów bardzo dziękujemy za wsparcie redakcyjne. Pierwszy numer biuletynu liczy ponad 10 stron. Każde kolejne wydanie będziemy wzbogacać o nowe tematy i działy. Do współpracy z redakcją zapraszamy wszystkich, którzy są związani z rynkiem kapitałowym. Mamy nadzieję, że uda się nam rozwinąć Biuletyn IDM, a jego nakład przerosnie oczekiwania pomysłodawców.

Życzymy miłej lektury.

Redakcja Biuletynu IDM

Kontakt z redakcją
biuletyn@idm.com.pl

TEMAT WYDANIA

Grzegorz Włodarczyk
Doktorant w Instytucie Nauk Prawnych PAN
Manager Compliance ds. produktów inwestycyjnych

MIFID II I NOWE WYTYCZNE ESMA DLA FUNKCJI COMPLIANCE: FUNKCJA COMPLIANCE PO WPROWADZENIU NOWEJ DYREKTYWY MIFID II ORAZ DOKUMENTU ESMA (EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY), CZYLI TZW. GUIDELINES ON CERTAIN ASPECTS OF THE MIFID COMPLIANCE REQUIRMENTS.

GOŚCINIE DLA IDM

Andrzej S. Nartowski
Prezes Polskiego Instytutu Dyrektorów

MIĘDZY OCENĄ A WYCENĄ



AKTUALNOŚCI

IZBA NA SPOTKANIU U WOJCIECHA KOWALCZYKA, WICEMINISTRA FINANSÓW

SPOTKANIE WŁADZ IZBY Z PAWŁEM TAMBORSKIM, WICEMINISTREM SKARBU PAŃSTWA

SPOTKANIE WŁADZ IZBY Z ANDRZEJEM JAKUBIAKIEM, PRZEWODNICZĄCYM KNF

IZBA ZA SKRÓCENIEM SESJI GIEŁDOWEJ

IZBA ZA OBNIŻKĄ OPŁAT GIEŁDOWYCH

KONFERENCJA UZGODNIENIOWA W SPRAWIE DEREGULACJI ZAWODU MAKLERA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

LICENCJONOWANIE MAKLERÓW PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH I DORADCÓW INWESTYCYJNYCH

RACHUNKI ZBIORCZE

NOWY MODEL FINANSOWANIA NADZORU NAD RYNKIEM KAPITAŁOWYM

DORADZTWO INWESTYCYJNE

KRÓTKA SPRZEDAŻ

ZMIANY PRAWA PODATKOWEGO

PRODUKTY INWESTYCYJNE

WYMAGANIA ESMA ZWIĄZANE Z DOSTĘPEM DO RYNKU

AGENT FIRMY INWESTYCYJNEJ

FATCA

DYREKTYWA CRDIV I ROZPORZĄDZENIE CRR

PRACE IDM W RAMACH ZESPOŁU ROBOCZEGO DS. PRZEGLĄDU PRZEPISÓW REGULUJĄCYCH OBRÓT INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI

TEMAT WYDANIA



Grzegorz Włodarczyk
Doktorant w Instytucie Nauk Prawnych PAN
Manager Compliance ds. produktów
inwestycyjnych

MiFID II I NOWE WYTYCZNE ESMA DLA FUNKCJI COMPLIANCE: FUNKCJA COMPLIANCE PO WPROWADZENIU NOWEJ DYREKTYWY MiFID II ORAZ DOKUMENTU ESMA (EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY), CZYLI TZW. GUIDELINES ON CERTAIN ASPECTS OF THE MiFID COMPLIANCE REQUIRMENTS.

Zarówno na gruncie aktów prawnych wchodzących w skład tzw. systemu MiFID I, czyli dyrektyw z 2004 roku, z 2006 roku, a także rozporządzenia z 2006 roku, jak i nowej dyrektywy MiFID II funkcja compliance wydaje się być zdefiniowana dwojako:

- po pierwsze compliance rozumiane jako „właściciel merytoryczny” części domen MiFID,
- po drugie compliance jako „właściciel funkcjonalny procesu wdrażania MiFID”, w ramach systemu nadzoru zgodności działalności z prawem.

W takim rozumieniu funkcji compliance w MiFID, compliance officer będzie odpowiedzialny w szczególności za:

- opiniowanie produktów (tzw. „inwestycyjnych”),
- opracowanie procedur i właściwe zarządzanie konfliktem interesów,
- ustalenie zasad przyjmowania oraz wręczania zachęt,
- właściwe wypełnianie obowiązków informacyjnych w stosunku do klientów firmy inwestycyjnej,
- generalnie za wspieranie procesu zarządzania skargami i reklamacjami klientów w domenie MiFID.

Dodatkowo sprawuje on nadzór nad wdrożeniem i funkcjonowaniem swego „procesu” jakim jest MiFID, w szczególności za bieżące doradztwo na rzecz osób powiązanych ze świadczeniem usług inwestycyjnych, bieżące opiniowanie procedur związanych ze świadczeniem takich usług, szkolenie pracowników oraz za weryfikację poprawności działania firmy inwestycyjnej z przepisami MiFID. Wdrożenie przepisów dyrektywy MiFID II (stan projektu na listopad 2012 roku), w kontekście domen merytorycznych compliance nie wydaje się być rewolucją, jako że spora część firm inwestycyjnych ma już wdrożone mechanizmy i procedury, wręcz na dzień „MiFID 1.5” (będący czymś pomiędzy systemem wdrożonym przez akty prawne systemu MiFID I, a wytycznymi ESMA (CESR)). Będzie to natomiast zdecydowana rewolucja w kontekście nadzoru funkcjonalnego nad wdrażaniem całego systemu MiFID II w firmie inwestycyjnej. MiFID II wprowadza generalną zasadę ustanowienia systemu nadzoru zgodności działalności z prawem,

na zasadach ogólnych – obok przejrzystości w stosunku do klienta czy systemu zarządzania ryzykiem. Oczywiście firma inwestycyjna obowiązana jest wdrożyć „odpowiednie” procedury oraz mechanizmy nadzoru zgodności, a także zapewnić compliance officerowi niezależność, etc.

W procesie wdrażania ważniejszym dokumentem wydaje się być wspomniany wyżej Guidelines on certain aspects of the MiFID compliance requirements. Do wymogów ESMA w kontekście compliance, najłatwiej oczywiście będzie się dostosować bankom, które od dawna już taki system miały wdrożony (dokument Komitetu Bazylejskiego ds. nadzoru Bankowego – „Zgodność i funkcja zapewnienia zgodności w bankach”). Same „Wytyczne” (Guidelines...) powstały jako wynik kryzysu finansowego, który według autorów pokazał, że funkcja compliance powinna zdecydowanie zyskiwać na znaczeniu, a co za tym idzie compliance powinno być angażowane w niemal każdy etap kreacji nowej usługi czy produktu inwestycyjnego. Wytyczne określają w szczególności zasady właściwego zarządzania ryzykiem braku zgodności w firmie inwestycyjnej (jest to już tzw. model „dojrzały” bądź nawet „bardzo dojrzały” zarządzania ryzykiem braku zgodności), zasady dotyczące wdrożenia programu monitorowania ryzyk – na każdym etapie „tworzenia” danego produktu czy usługi podlegających pod MiFID oraz wdrożenie narzędzi i właściwych metodologii. Wytyczne wskazują także, że właściwe zarządzanie ryzykiem braku zgodności to zarządzanie wielopoziomowe (od biznesu, przez compliance na audycie wewnętrznym i ryzyku operacyjnym skończywszy).

Obowiązki jednostki compliance, oprócz wskazanych powyżej, to zgodnie z „Wytycznymi” także szkolenie pracowników, bieżące wsparcie i doradztwo i oczywiście obligatoryjny udział w tworzeniu/opiniowaniu polityk, procedur czy produktów. Każdorazowo w przypadku zmian w prawie, nowych interpretacji UKNF czy ESMA compliance powinno przeprowadzać krótkie szkolenia z w/w zakresu. Wytyczne potwierdzają, że jednostki ds. compliance powinny być wyposażone w tzw. właściwe zasoby, tj. pracownicy powinni być doświadczeni i wykształceni kierunkowo. Oznacza to także stałe podnoszenie kwalifikacji przez pracowników compliance – w szczególności poprzez szkolenia. Słuszną praktyką dziś jest by jednostka ds. compliance składała się w szczególności z prawników, ekonomistów, osób z wykształceniem w zakresie bankowości i finansów oraz ze względu na złożoność dzisiejszych systemów niezbędnych do analizy danych – specjaliści ds. IT. Compliance powinno mieć także dostęp do wszelkich informacji oraz analiz niezbędnych do wykonywania ich obowiązków, czyli do właściwego i skutecznego zarządzania ryzykiem braku zgodności.

Podsumowując wydaje się, że sama dyrektywa MiFID II wraz z rozporządzeniem MiFIR nie będą dla funkcji compliance rewolucją, zdecydowanie ważniejsze będą „Wytyczne” (...). Jednym z problemów będzie, jak zawsze w przypadku MiFID, brak większego zróżnicowania przepisów, czyli te same przepisy będą miały zastosowanie do wielkich banków, jak i małych domów maklerskich, co już nie wydaje się zawsze być zasadnym.

GOŚCINNIE DLA IDM



Andrzej S. Nartowski
Prezes Polskiego
Instytutu Dyrektorów

MIĘDZY OCENĄ A WYCENĄ

Pozytywna ocena corporate governance niekoniecznie podbija wycenę spółki przez rynek, za to ocena negatywna często dotkliwie ją obcina.

Niedawno w Gazecie Giełdy Parkiet ucieszyła mnie zwięzła notatka w rubryce „w skrócie”. Pod nazwą jednego z domów maklerskich zamieszczono trzy wymowne zdania: Nawet prawie 30 proc. zyskiwały wczoraj w ciągu dnia akcje giełdowego brokera. To m.in. efekt rezygnacji spółki z pomysłu przeprowadzenia emisji akcji serii J dla kluczowych pracowników spółki. Cena emisyjna nowych papierów miała wynieść 10 gr, czyli znacznie poniżej aktualnej wyceny rynkowej.

Hurra! Cnota została nagrodzona. Teoretycy corporate governance na całym świecie powinni odnotować to wydarzenie i rozważyć je w podręcznikach jako case study. Poprawność polityczna wymaga zapewniania czytelników, że spółki z należytych systemem corporate governance wyceniane są przez rynek wyżej nawet o dwadzieścia kilka procent. Ktoś kiedyś przeprowadził jakieś badania – i tak mu wyszło. Litościwie zmilczę, kto owe badania prowadził i co jest wart ich wynik.

Cieszmy mnie każdy przypadek poprawy corporate governance, szczególnie w spółkach giełdowych. Wierzę, że incydentalnie może na tym tle dojść do silnych wzrostów notowań „w ciągu dnia”. Kwestionuję natomiast istnienie rzekomej prawidłowości, że spółki z corporate governance są przez rynek wyceniane wyżej, a nawet znacznie wyżej, niż pozostałe spółki.

Pojęcia, które robią wielką karierę, często bywają trudne do zdefiniowania. Zapewne gdyby dysponowały ostrą, precyzyjną definicją, gdyby reprezentowały wyrażenie ustalony zakres pojęcia, trudniej byłoby im ową karierę zrobić. Dlatego wokół pojęcia corporate governance narosło wiele sporów. Im bardziej wnikliwie jest ono definiowane, tym więcej budzi nieporozumień. Zwłaszcza w Polsce, gdzie przyjęto przekładać to pojęcie na język rodzimy w sposób niebywale nieudolny. „Ład” to przecież coś całkiem innego niż „governance”. Dlatego proponuję najprostsze z możliwych określenie treści znaczeniowej tego pojęcia: Corporate governance to styl zarządzania spółką i nadzorowania jej działalności.

Rynek nie płaci za cnotę...

Przy tym corporate governance jest pojęciem podlegającym wartościowaniu. Ocenia się, że w danej spółce panuje należyte, dobre, właściwe / bądź nienależyte itd. corporate governance.

W uproszczeniu powiada się często: spółka X ma / nie ma corporate governance (company X has / lacks corporate governance). Ma – czyli jest ono oceniane pozytywnie; nie ma – czyli wskazuje się na jego niedostatki. Prowadzone są nawet ratingi (bądź rankingi) spółek klasyfikowanych pod kątem jakości corporate governance. Jeżeli takim przedsięwzięciom brakuje dojrzałości metodologicznej (a często brakuje jej bardzo), ich wartość jest dyskusyjna. Oceny te pośrednio wpływają na wartość spółki. Zależy ona przecież w znacznej mierze od zaufania pokładanego w spółce przez rynek, a o poziomie tego zaufania decyduje wiele czynników: harmonia w gronie akcjonariuszy (udziałowców), właściwe relacje między organami spółki oraz ich skład osobowy, przejrzystość jej działalności, przewidywalność wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwo spółki, brak zagrożeń dla kontynuacji działania.

Im więcej zaufania budzi spółka, im lepsze są perspektywy jej przedsiębiorstwa, tym większa jej zdolność emisyjna, czyli tym łatwiej pozyskać jej pieniądze inwestorów.

Do prób wykazania związku przyjętych w spółce standardów corporate governance a ceną jej akcji (kapitalizacją spółki) należy jednak podchodzić ostrożnie. O cenie akcji decyduje spłot wielu czynników, zmienia się ona ustawicznie, często po wielokroć na sekundę, zaś obraz spółki widzianej przez pryzmat corporate governance jest znacznie bardziej stabilny.

Warto przy tym pamiętać, że rynki kapitałowe nie nagradzają cnót wyższymi cenami akcji. Nie płaci się za zasługi, za samo tylko dobre zachowanie. Płaci się przede wszystkim za zdolność spółki do kreowania zysków dla akcjonariuszy. Za nadzieję na wzrost kapitalizacji. Inwestorzy nie są instancją rynkowego wymiaru sprawiedliwości, więc lokują pieniądze nie tam, gdzie byłoby to słuszne, a tam, gdzie spodziewają się więcej zarobić.

Niemniej spółce, która nie reprezentuje corporate governance i nie budzi zaufania rynku, znacznie trudniej przyjdzie pozyskać kapitał, zwłaszcza od akcjonariuszy stabilnych, najbardziej przecież pożądanym. Zaufanie do spółki oznacza łatwiejszy dostęp do finansowania i niższy koszt pozyskania kapitału. Corporate governance jest najważniejszym z instrumentów kreowania reputacji spółki. Jest ona – w uproszczeniu – obietnicą pomyślnej inwestycji. Reputacja spółki wpływa na jej wartość, ale nie można jej zmierzyć, wyważyć. Gdyby istniały wiarygodne metody pomiaru reputacji, byłaby ona pozycją w bilansie.

Nie tylko spółki oceniane są przez pryzmat corporate governance. Od oceny stanu corporate governance na danym rynku zależy jego konkurencyjność, a także opinia o państwie zawiadującym tym rynkiem.

Często powtarzam formułę, że kiedyś o sile państwa decydowała ilość dywizji, jakie może ono posłać na pole walki. Później – liczba ton wydobytego węgla, spuszczonej z pieców surówki, kominów dymiących nad miastami. Dzisiaj o pozycji państwa w świecie decyduje jego gospodarka, a na jej stan w znacznym stopniu wpływa corporate governance. Nie chodzi przy tym o mnożenie standardów, formułowanie zbiorów dobrych praktyk, klecenie procedur sprawozdania przez spółki o stosowaniu zasad. Chodzi o przejrzystość i przewidywalność uczestników rynku.

... ani nie docenia stabilnych

Innym przypadkiem spektakularnego skoku notowań był nagły wzrost akcji Zelmery po ogłoszeniu, że inwestor branżowy

przejmie kontrolę nad spółką z rąk inwestora finansowego. Nagłość wzrostu kursu akcji cieszy, wszak zamiar przekazania pakietu kontrolnego w godne ręce ogłaszany był przez inwestora finansowego (Enterprise Investors) oraz przez samą spółkę jasno, z góry, po wielokroć, czyli ze wszelkich miar wiarygodnie. Negocjacje zapewne trwały długo. Rynek nie wiedział z kim są prowadzone – chociaż krąg potencjalnych amatorów na przejęcie spółki nie był wielki – ani kiedy zostaną uwieńczone powodzeniem, natomiast miał wszelkie podstawy, by przypuszczać, że negocjacje zostały podjęte, a uzyskanie przez zbywającego ceny 40 zł za akcję jest bardzo prawdopodobne.

Przecież jednak zapowiedź transakcji zaskoczyła rynek. Nie można tego tłumaczyć faktem, że negocjacje były prowadzone w poufności wykluczającej wszelki insider trading. U Enterprise jest tak zawsze. Owszem, w przeszłości wycena Zelmera przekraczała 40 zł za akcję, ale ostatnio rynek trzymał ją długo w okolicy i poniżej 30 zł. W spółce i wokół niej od lat zachowywano wysokie standardy corporate governance, co nie miało należytego wpływu na jej rynkową wycenę.

Są natomiast na giełdzie spółki uważające się za notorycznie niedoceniane. Ich rysem charakterystycznym jest brak inwestorów instytucjonalnych. Przyczyną omijania owych spółek przez instytucjonalnych jest nadmierne ryzyko związane z inwestowaniem w nie wobec braku corporate governance.

Konkluzje są przeto jasne: corporate governance nie zawsze dźwiga wycenę spółki, nawet czyni to rzadko. Za to brak corporate governance częściej dołuje kurs. Nie ulega przeto wątpliwości, że corporate governance opłaca się inwestorom, spółkom, rynkowi.

Klauzula ujawnień I: W niniejszym tekście wykorzystałem fragment mojej pracy „Corporate governance a zarządzanie wartością”, ogłoszonej jako rozdział XIV tomu Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Podręcznik akademicki. Redakcja Jan Krzysztof Bielecki i Leszek Pawłowicz, CeDeWu 2012.

Klauzula ujawnień II: Wspomniana w tekście w pozytywnym kontekście firma Enterprise Investors jest mecenasem Fundacji Polski Instytut Dyrektorów, którą kieruję.



IZBA NA SPOTKANIU U WOJCIECHA KOWALCZYKA, WICEMINISTRA FINANSÓW

20 listopada 2012 roku odbyło się spotkanie Zarządu Izby z Wojciechem Kowalczykiem, Wiceministrem Finansów. W czasie spotkania poruszono między innymi tematy licencjonowania, wprowadzenia FATCA, wdrożenia pakietu regulacji CRDIV/CRR oraz dyrektywy MiFID II, a także prac Izby w ramach Komitetu Sterującego Agenda Warsaw City 2020 i Rady Rozwoju Rynku Finansowego.

Stanowisko IDM w sprawie utrzymania licencji maklerów papierów wartościowych spotkało się ze zrozumieniem Ministerstwa Finansów. W temacie uczestnictwa Polski w realizacji regulacji FATCA nie zapadła jeszcze decyzja czy zostanie zawarta dwustronna umowa z USA o realizacji wymogów informacyjnych wynikających z regulacji FATCA via organa administracji skarbowej, co będzie wymagało zasadniczych zmian w naszym prawie, czy też kwestia realizacji postanowień FATCA zostanie pozostawiona do uzgodnień między poszczególnymi instytucjami finansowymi z organami podatkowymi USA. Izba jest za przystąpieniem Polski do porozumienia z USA na zasadach wynegocjowanych przez m.in.: Francję, Niemcy, Węgry. Ze względu na toczące się w ramach instytucji UE negocjacje w sprawie przesunięcia terminu wdrożenia projektowanych w regulacjach CRDIV/CRR rozwiązań, nie jest możliwe dokładne określenie harmonogramu transpozycji przepisów do naszego porządku prawnego, o co Izba wniosowała.

Ministerstwo Finansów będzie uczestniczyło w pracach Komitetu Sterującego ds. rynku kapitałowego w ramach Europejskiego Kongresu Finansowego. Celem prac Komitetu będzie określenie kluczowych priorytetów dla rozwoju rynku kapitałowego, które zostaną przedstawione i poddane otwartej dyskusji podczas Europejskiego Kongresu Finansowego 22-24 maja 2013 roku w Sopocie. Z ramienia Izby w pracach komitetu udział bierze Waldemar Markiewicz, Prezes Zarządu. Obecnie w ramach Rady Rozwoju Rynku Finansowego będą prowadzone prace dotyczące zmiany przepisów zainicjowane przez Izbę Domów Maklerskich w związku z uzyskaną przez IDM interpretacją Komisji Europejskiej dot. przepisów Dyrektywy MiFID. Ze względu na przyjęte przez Rząd priorytety, w opinii MF, kwestie, które mogą być rozstrzygnięte na poziomie rozporządzeń są możliwe do przeprowadzenia (po pozytywnej decyzji RRRF), natomiast regulacje ustawowe zgłoszone przez Izbę będą musiały oczekiwać w kolejce, w której priorytet będą miały ustawy na bieżąco dostosowujące polskie regulacje do prawa UE. Jedyne wyjątkiem może stanowić wspólny projekt Izby i KDPW zmian ustawowych dotyczący Systemu Rekompensat jeśli uzyska pozytywną opinię UKNF i RRRF.

SPOTKANIE WŁADZ IZBY Z PAWŁEM TAMBORSKIM, WICEMINISTREM SKARBU PAŃSTWA

22 listopada 2012 roku członkowie Rady Izby oraz Zarząd wzięli udział w spotkaniu z Pawłem Tamborskim, Wiceministrem

Skarbu Państwa. W czasie spotkania Izba przedstawiła stanowisko środowiska w sprawie polityki opłat giełdowych i długości sesji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Uważamy, iż koszty transakcyjne w Polsce należą do najwyższych w Europie i że pilnie potrzebne są rozwiązania, które będą miały wyraźny wpływ na obniżenie wysokości kosztów ponoszonych obecnie przez firmy inwestycyjne, a także wspierające obrót i płynność, co jest jednym z krytycznych elementów konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego. Zaproponowana przez Giełdę obniżka w zakresie opłat pobieranych od Członków Giełdy, która wchodzi w życie 1 stycznia 2013 roku, w naszej ocenie jest krokiem we właściwym kierunku w procesie obniżania opłat giełdowych, lecz niestety niewystarczającym.

Izba uważa, że istnieje pilna konieczność skrócenia czasu trwania sesji giełdowej, co pozwoli na zwiększenie płynności notowań i przyczyni się do spadku kosztów działalności branży brokerskiej, jak też innych uczestników rynku. Przytoczono przykład giełdy w Oslo, która po konsultacjach z uczestnikami rynku, zdecydowała o skróceniu sesji giełdowej o 1 godzinę, począwszy od sierpnia 2012 roku, na okres próbny 6-miesięcy dla poprawienia płynności. W lutym br. giełda w Oslo przedłużyła decyzję o skróceniu sesji na kolejne 6 miesięcy. Mimo, iż obroty na tej giełdzie są przeszło 2,5 raza większe niż w Warszawie. Biorąc pod uwagę obecną sytuację rynkową oraz opinie głównych uczestników rynku, tj. inwestorów i obsługujących ich maklerów, Izba uważa, że sesja giełdowa powinna być skrócona o 1 godzinę.

Podczas spotkania przedstawione zostało także stanowisko na temat struktury własnościowej KDPW i KDPW_CCP. Obecne usługi, świadczone przez KDPW i KDPW_CCP, mogą być rozszerzane dla dobra i z korzyścią dla polskiego rynku, ale w wielu aspektach mogą być sprzeczne ze strategią Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Dlatego strategia rozwoju Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych nie może być ściśle skorelowana wyłącznie ze strategią tylko jednego podmiotu/organizatora rynku wtórnego, jakim jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., bez możliwości wpływu ze strony innych uczestników rynku. Niezależnie od powyższego Izba zaznaczyła, iż w chwili obecnej w Radzie KDPW i KDPW_CCP nie zasiada żaden przedstawiciel firmy inwestycyjnej czy banku powierniczego, jak to miało miejsce jeszcze kilka lat temu.

Izba poprosiła również o wsparcie w dyskusjach z Ministerstwem Finansów na temat podatku transakcyjnego (tzw. podatku Tobina). Izba z dużym niepokojem przyjęła informację o poparciu 10 Unii Europejskiej dla wprowadzenia tego podatku. Podobny podatek został wprowadzony przez Szwecję w 1986 roku i doprowadził do kompletnej marginalizacji szwedzkiego rynku kapitałowego, po czym ostatecznie został zniesiony w 1991 roku. W obecnej sytuacji istnieje zagrożenie, że obroty papierami wartościowymi z państw sygnatariuszy podatku, przeniosą się do Wielkiej Brytanii, która takiego podatku nie wprowadzi, ponieważ zechce utrzymać pozycję bardzo ważnego centrum finansowego w Europie.

SPOTKANIE WŁADZ IZBY Z ANDRZEJEM JAKUBIAKIEM, PRZEWODNICZĄCYM KNF

W dniu 23 listopada 2012 roku odbyło się spotkanie władz Izby z Andrzejem Jakubiakiem, Przewodniczącym Komisji Nadzoru Finansowego. Podczas spotkania poruszyliśmy temat: współpracy przy wdrażaniu przepisów unijnych, licencjonowania maklerów i doradców inwestycyjnych oraz finansowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Izba zaproponowała stworzenie w ramach Urzędu KNF komórki, która wspomagałaby firmy inwestycyjne w procesie dostosowawczym do przepisów unijnych poprzez wyjaśnianie wątpliwości i wydawanie interpretacji.

Opowiedzieliśmy się za utrzymaniem systemu licencjonowania maklerów papierów wartościowych i doradców inwestycyjnych jako jednego z filarów systemu ochrony inwestora i zaufania do rynku. Zaproponowaliśmy, aby wprowadzić do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi przepisy, które umożliwiłyby przekazanie przez KNF niektórych swoich dotychczasowych kompetencji w tym zakresie, zachowując jednak całościowy nadzór administracyjny nad procesem uzyskiwania licencji i wykonywania zawodu maklera i doradcy inwestycyjnego.

W opinii Izby zmiany modelu finansowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym powinny zmierzać jednak do zwiększenia, a nie zmniejszenia, konkurencyjności jurysdykcji krajowej, do czego mogą prowadzić niektóre proponowane rozwiązania i zachęcać firmy inwestycyjne do rejestrowania działalności maklerskiej na terytorium Polski, a nie zagranicą. Poinformowaliśmy, że w środowisku maklerskim nadal toczy się dyskusja nad nowym modelem finansowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym i w najbliższym czasie Izba ponownie przekaze swoje stanowisko Ministrowi Finansów i Komisji Nadzoru Finansowego.

IZBA ZA SKRÓCENIEM SESJI GIEŁDOWEJ

Apel Rady Domów Maklerskich

10 października 2012 roku Rada Domów Maklerskich zwróciła się do władz Giełdy z apelem o pilne przeprowadzenie konsultacji z uczestnikami rynku i ich reprezentantami na temat optymalnego harmonogramu dnia giełdowego. W ocenie Rady od momentu wydłużenia godzin sesji na Giełdzie w Warszawie zaszły istotne okoliczności w otoczeniu rynkowym, które wpływają na bieżącą sytuację domów maklerskich i obroty na Giełdzie. Przedłużający się spadek obrotów na Giełdzie spowodował znaczne pogorszenie kondycji biznesowej i finansowej branży domów maklerskich w Polsce, co skutkuje koniecznością zwalniania wysokokwalifikowanych kadr, także w działach związanych z bezpośrednią obsługą inwestorów i emitentów. Powrót do poprzedniego harmonogramu sesji umożliwiłby zmniejszenie kosztów w domach maklerskich w wyniku likwidacji pracy na dwie zmiany, co obecnie jest konieczne bowiem sesja praktycznie trwa aż 10 godzin: od 8.00 do 17.50 (koniec transakcji pakietowych). Rada Domów Maklerskich podkreśliła gotowość do pełnej współpracy z Giełdą przy organizacji konsultacji z uczestnikami rynku kapitałowego.

Domy maklerskie za skróceniem sesji

W pierwszych tygodniach listopada 2012 roku Izba przeprowadziła wśród domów maklerskich (lokalnych członków GPW) ankietę na temat oceny wydłużenia godzin sesji na warszawskim parkiecie. 95% ankietowanych przez Izbę Domów Maklerskich stwierdziło, że wydłużenie sesji giełdowej nie przełożyło się na rozwój rynku kapitałowego, nie wpłynęło pozytywnie na poziom generowanych obrotów oraz płynność. Wydłużenie godzin sesji pociągnęło za sobą znaczny wzrost kosztów w domach maklerskich. Obecnie prawie wszyscy z ankietowanych przez Izbę uważają, że sesja giełdowa powinna zostać skrócona, tj. przywrócić wcześniejszy harmonogram sesji.

W dniu 6 grudnia 2012 roku 26 domów maklerskich (Członków Giełdy) wysłało list do Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z prośbą o przeprowadzenie pilnych konsultacji środowiskowych w celu skrócenia o co najmniej 1 godzinę czasu trwania sesji giełdowej – najpóźniej od 1 stycznia 2013 roku.

Wielokrotnie przedstawiane przez IDM stanowisko dotyczące skrócenia sesji na GPW spotkało się z odzewem ze strony organu nadzoru. Urząd KNF zwrócił się do IDM i do GPW z prośbą o przedstawienie szczegółowych danych dotyczących skrócenia sesji. Ponadto na GPW został utworzony Zespół Roboczy ds. Harmonogramu Sesji i Handlu Wieczornego, w pracach, którego uczestniczą przedstawiciele środowiska maklerskiego i GPW. Podjęte rozmowy dają szansę na znalezienie korzystnego dla domów maklerskich rozwiązania tego problemu. Wyniki analiz Zespołu Roboczego zostaną przedstawione podczas konferencji IDM, 2 marca 2013 roku.

IZBA ZA OBNIŻKĄ OPŁAT

Opłaty na GPW w Warszawie

Po kilku miesiącach prowadzonych negocjacji pomiędzy Izbą Domów Maklerskich a Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. dot. obniżki opłat giełdowych, w dniu 22 października 2012 roku Zarząd Giełdy podjął uchwałę w sprawie obniżenia stawek opłat na rynku głównym GPW. Nowy cennik, który obowiązuje od 1 stycznia 2013 roku przewiduje obniżkę m.in. opłaty stałej od zleceń na rynku akcji z 1 zł na 20 gr czyli o 80%. Obniżeniu uległa również opłata stała od kontraktu terminowego z 1,70 zł do 1,60 zł czyli o 5,88%. Rada Domów Maklerskich uznała, że obniżka opłat jest krokiem we właściwym kierunku w procesie obniżania opłat giełdowych. Jednakże wymiar finansowy zaproponowanych zmian jest dla środowiska domów maklerskich minimalny. Izba wyraziła jednocześnie nadzieję, że w najbliższej przyszłości zostaną podjęte dalsze prace mające na celu obniżenie kosztów ponoszonych przez firmy inwestycyjne z tytułu opłat giełdowych. Są one niezbędnym warunkiem dalszego rozwoju polskiego rynku kapitałowego i podniesienia jego konkurencyjności.

Opłaty KDPW

Uchwałą Nr 24/I Rady Domów Maklerskich z dnia 10 października 2012 roku w sprawie wyrażenia opinii dotyczącej polityki opłat

stosowanej przez instytucje infrastrukturalne polskiego rynku kapitałowego, Izba rozpoczęła konsultacje z Krajowym Depozytem n/t. obniżki opłat pobieranych od uczestników KDPW i KDPW_CCP.

W opinii Izby opłaty, w szczególności związane z rozrachunkiem i rozliczaniem transakcji są zdecydowanie zbyt wysokim obciążeniem w kosztach działania firm inwestycyjnych. W szczególności dotyczy to pobieranych przez KDPW opłat za rozrachunek transakcji w obrocie zorganizowanym, które stanowią istotną część kosztów związanych z realizacją zleceń klientów. Z analizy przeprowadzonej przez Izbę wśród swoich członków wynika, że udział kosztów KDPW w prowizjach domów maklerskich wzrósł w III kw. 2012 roku w porównaniu z rokiem 2010 o 34,2%, a z rokiem 2011 o 18,9%. Natomiast prowizje netto w III kw. 2012 roku spadły o 29,42% w porównaniu z I kw. 2012 roku. Nasze wnioski zostały przedstawione na spotkaniu z Zarządem Depozytu w dniu 12 listopada 2012 roku, a po spotkaniu Izba przekazała własną propozycję obniżki opłat od 1 stycznia 2013 roku:

- opłaty za rozrachunek transakcji objętych funduszem rozliczeniowym albo funduszem ASO z 1 zł do 80 gr,
- opłaty za rozliczenie kontraktu terminowego na indeksy akcyjne z 80 gr na 60 gr,
- opłaty z tytułu rozliczenia transakcji na inne niż dłużne papiery wartościowe z 20 gr na 16 gr oraz obniżenie stawki procentowej z 0,0035% do 0,003%,
- rozważenie możliwości zastosowania redukcji opłaty rozrachunkowej dla animatorów akcji oraz obniżenia opłaty za rozliczenie sesji specjalnej,
- obniżenie stawki i sposobu obliczania opłaty specjalnej za spowodowanie zawieszenia rozrachunku transakcji zawartej w obrocie zorganizowanym lub rozrachunku posttransakcyjnego dokonywanego w związku z taką transakcją.

W odpowiedzi Krajowy Depozyt poinformował, iż nie widzi możliwości dokonania postulowanych przez Izbę zmian i zaproponował jedynie obniżenie, do poziomu propozycji GPW, opłat za rejestrację transakcji w kontraktach akcyjnych i kontraktach na waluty. Izba uznała tę propozycję za dalece niewystarczającą i odbiegającą od oczekiwań środowiska.

Kontrakty akcyjne oraz walutowe są bowiem instrumentami o najmniejszym obrocie, na poziomie 2%-4% wartości wszystkich kontraktów. Dlatego zmiany opłat dotyczących rejestracji tych transakcji mają dla domów maklerskich znaczenie marginalne. Dodatkowo fakt, iż obniżka ma dotyczyć day-tradingu powoduje, że dla działalności nawet najbardziej aktywnych na rynku terminowym brokerów będzie oznaczać symboliczne obniżenie kosztów na poziomie 100 zł w skali miesiąca, nie rekompensując nawet podwyższonej opłaty za uczestnictwo o 10 000 zł rocznie i może stwarzać pozory „kolejnej obniżki” dla brokerów. Dlatego Izba, nie może traktować tej propozycji jako realnego obniżenia kosztów rozliczenia i rozrachunku transakcji. Obniżenie opłat za rejestrację transakcji dotyczących tych dwóch rodzajów kontraktów i pozostawienie na niezmiennym poziomie opłat dla transakcji akcjami i kontraktami indeksowymi

nie jest działaniem mogącym mieć wpływ na płynność rynku i kondycję finansową branży. Pismem z dnia 27 stycznia 2013 roku IDM podtrzymała stanowisko w kwestii konieczności dalszego obniżania kosztów ponoszonych przez uczestników na rzecz KDPW i KDPW_CCP.

Opłaty za nadzór nad rynkiem kapitałowym

Nowa koncepcja opłat za nadzór nad rynkiem kapitałowym została zaprezentowana podczas spotkania uczestników rynku z nadzorem w dniu 28 maja 2012 roku. Nowy model opłat zakłada, że GPW i KDPW, które do tej pory pokrywały ok. 87% kosztów nadzoru będą płaciły znacznie mniej, a opłatami zostaną obciążone inne podmioty rynku kapitałowego, które do tej pory bezpośrednio nie ponosiły kosztów związanych z nadzorem, w tym domy maklerskie, które będą musiały wpłacić do kasy Komisji 5 080 000 zł.

Podczas spotkania z uczestnikami rynku w dniu 2 października 2012 roku w KNF zostało przedstawione lekko zmienione stanowisko Urzędu Komisji dot. finansowania nadzoru, a także omówione uwagi zgłoszone do modelu przez instytucje infrastruktury rynku. Po dodatkowych konsultacjach środowiskowych oraz analizie opinii innych podmiotów prezentowanych na spotkaniu, Izba 22 stycznia 2013 roku przekazała do Ministerstwa Finansów i KNF zmodyfikowane stanowisko w sprawie zasad finansowania nadzoru. Izba zaproponowała, aby opłaty pobierane od infrastruktury rynku były traktowane jako źródło finansowania z tytułu nadzoru nad wtórnym obrotem regulowanym.

W opinii Izby finansowanie nadzoru nad funkcjonowaniem wtórnego rynku regulowanego (np. analiza transakcji pod kątem manipulacji lub insider trading itp.) powinno być finansowane solidarnie przez wszystkich uczestników rynku poprzez opłaty od obrotu. Natomiast pozostała część działalności instytucji nadzorowanych na rynku regulowanym powinna być finansowana w oparciu o przychody z tego rynku pomniejszone o koszty związane z obsługą tych transakcji.

W związku z tym zaproponowaliśmy, aby przychody z działalności maklerskiej, będące podstawą ustalenia opłaty na rzecz finansowania nadzoru, były pomniejszone o opłaty ponoszone przez domy maklerskie na rzecz rynków regulowanych, giełd towarowych, KDPW i giełdowych izb rozrachunkowych. Obniżenie podstawy naliczania opłat na rzecz nadzoru wyłącznie o koszty ponoszone na rzecz organizatorów rynku i izb rozliczeniowych zabezpieczy model przed ewentualnością stosowania przez podmioty działające w grupach arbitrażu kosztów polegającego na nadmiernym obciążaniu kosztami podmiotów nadzorowanych z grupy nadmiernymi kosztami. Postulowanym przez Izbę rozwiązaniem jest również ustalenie podstawy naliczania opłat na rzecz nadzoru w części dotyczącej działalności na rachunek własny jako różnicy między przychodami z transakcji instrumentami wartościowymi, a kosztami transakcyjnymi. Pobieranie opłaty na rzecz nadzoru od przychodów realizowanych na portfelu własnym bez uwzględnienia kosztów może powodować rezygnację z pełnienia funkcji np. animatora rynku market maklera, co będzie miało negatywny wpływ na płynność.

KONFERENCJA UZGODNIENIOWA W SPRAWIE DEREGULACJI ZAWODU MAKLERA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

18 grudnia 2012 roku odbyła się konferencja uzgodnieniowa projektu ustawy o ułatwianiu dostępu do wykonywania zawodów finansowych, budowlanych i transportowych. Zdecydowana większość przedstawicieli instytucji uczestniczących w konferencji opowiedziała się za utrzymaniem zawodu maklera papierów wartościowych. Ministerstwo Sprawiedliwości będące gospodarzem projektu poinformowało, że deregulacja zawodu maklera zostaje przesunięta do „trzeciej transzy” zmian dotyczących deregulacji zawodów, a nowy projekt będzie obejmował również kwestie deregulacji agenta firmy inwestycyjnej.

LICENCJONOWANIE MAKLERÓW PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH I DORADCÓW INWESTYCYJNYCH

Izba opowiada się za utrzymaniem systemu licencjonowania maklerów papierów wartościowych i doradców inwestycyjnych jako jednego z filarów systemu ochrony inwestora i zaufania do rynku. IDM proponuje odejście od państwowej licencji. W ocenie Izby system licencjonowania powinien być oparty na weryfikowaniu kwalifikacji, organizowaniu egzaminów i nadawaniu licencji przez samorządową organizację domów maklerskich, co jest częstym rozwiązaniem na rozwiniętych rynkach kapitałowych.

Izba proponuje, aby wprowadzić do nowej ustawy o obrocie instrumentami finansowymi możliwość przekazania przez Komisję Nadzoru Finansowego niektórych swoich dotychczasowych kompetencji do organizacji samorządowej przy zachowaniu jednak całościowego nadzoru administracyjnego nad procesem uzyskiwania licencji i wykonywania zawodu maklera papierów wartościowych i doradcy inwestycyjnego.

Izba uważa także, iż należy zmienić zakres czynności rozumianych jako maklerskie czy doradcze. Czynności maklerskie powinny być rozumiane jako czynności polegające na doradztwie klientowi, które instrumenty finansowe kupić lub sprzedać. Ostateczną decyzję inwestycyjną w tym zakresie podejmowałby jednak sam klient. Czynności doradztwa inwestycyjnego powinny być rozumiane jako czynności zarządzania portfelem. Po ustaleniu z klientem jego celów inwestycyjnych ostateczną decyzję inwestycyjną podejmowałby jednak doradca.

Inne czynności, w tym m.in. prosta egzekucja zleceń, nie powinny być umieszczone w kategorii czynności maklerskich. Wyłączone z katalogu czynności maklerskich powinny być również pozostałe czynności obecnie zaliczane do tego katalogu, jak np. przechowywanie lub rejestrowanie instrumentów finansowych, w tym prowadzenie rachunków papierów wartościowych. Ponadto, należy odejść od obecnego minimalnego liczbowego wymogu zatrudniania maklerów i w jego miejsce wprowadzić system, w ramach którego każda osoba wykonująca czynność maklera (rekomendowanie) czy doradcy

(zarządzanie aktywami) musi uzyskać odpowiednią licencję i być zarejestrowaną niezależnie od miejsca pracy.

Izba uważa, że należy objąć nadzorem i licencjonowaniem sprzedaż jednostek funduszy inwestycyjnych ze względu na fakt, że tej czynności towarzyszy rekomendacja zakupu (bądź sprzedaży).

Swoje stanowisko Izba przedstawiła pisemnie w kwietniu 2012 roku Urzędowi KNF oraz Ministrowi Sprawiedliwości, a także w trakcie szeregu spotkań w tym również w Urzędzie KNF (spotkanie z Przewodniczącym Andrzejem Jakubiakiem w dniu 23 listopada 2012 roku) oraz w Ministerstwie Finansów (spotkanie z Wiceministrem Wojciechem Kowalczykiem w dniu 20 listopada 2012 roku).

W październiku 2012 roku Minister Sprawiedliwości przedstawił model deregulacji zawodu maklera papierów wartościowych. Propozycja została oparta na likwidacji zawodu maklera i pozostawieniu w niezmienionym stanie modelu licencjonowania doradców inwestycyjnych (projekt ustawy o ułatwieniu dostępu do zawodów finansowych, budowlanych i transportowych).

IDM zgłosiła uwagi do modelu Ministra Sprawiedliwości pismem z dnia 31 października 2012 roku. W szczególności w uwagach Izba zakwestionowała zasadność likwidacji zawodu maklera z jednoczesnym pozostawieniem zawodu doradcy inwestycyjnego. Rodzi to szereg niepożądanych skutków, np. konieczność zatrudniania przez firmę inwestycyjną doradcy inwestycyjnego do czynności dotychczas wykonywanych przez maklerów z tzw. rozszerzoną licencją lub konieczność pozyskania przez spółkę komandytowo-akcyjną wspólnika w osobie doradcy inwestycyjnego w miejsce lub obok dotychczasowego wspólnika, którym jest maklerem papierów wartościowych.

Na konferencji uzgodnieniowej dotyczącej projektu deregulacji Ministra Finansów w dniu 18 grudnia 2012 roku zdecydowana większość przedstawicieli instytucji w niej uczestniczących opowiedziało się za utrzymaniem zawodu maklera papierów wartościowych.

Przedstawiciele organizatorów konferencji uzgodnieniowej poinformowali jej uczestników, iż:

- deregulacja zawodu maklera papierów wartościowych została przesunięta do tzw. „trzeciej transzy” zmian dotyczących deregulacji zawodów regulowanych,
- nowy projekt ustawy o ułatwieniu dostępu do zawodów finansowych zostanie przedstawiony do konsultacji społecznych pod koniec stycznia 2013 roku,
- w nowym projekcie ustawy zostaną umieszczone przepisy w zakresie deregulacji agenta firmy inwestycyjnej.

RACHUNKI ZBIORCZE

1 października 2012 roku weszły w życie dwa rozporządzenia umożliwiające prowadzenie rachunków zbiorczych (omnibus account), tj. o trybie i warunkach postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obro-

cie instrumentami finansowymi oraz banków powierniczych i w sprawie określenia szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych dla firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banków powierniczych oraz warunków szacowania przez dom maklerski kapitału wewnętrznego.

Zmiany przepisów mają na celu wprowadzenie do polskiego systemu prawnego instytucji rachunków zbiorczych umożliwiających rejestrowanie na rachunku jego posiadacza zdematerializowanych papierów wartościowych należących do jego klientów.

Firmy inwestycyjne mają 6 miesięcy na dostosowanie prowadzonej przez siebie działalności do nowych przepisów. Oprócz dostosowania prowadzonej przez siebie działalności do nowych przepisów w przypadku zamiaru prowadzenia rachunków zbiorczych firmy inwestycyjne będą musiały dokonać odpowiednich zmian regulaminu świadczenia usług maklerskich jeśli na rachunkach klientów mają być rejestrowane instrumenty finansowe, którymi obrót związany jest z koniecznością ustanowienia zabezpieczenia wykonania zobowiązań wynikających z tych instrumentów. Zmiany przepisów mają na celu umożliwienie ustanawiania zabezpieczeń w drodze przewłaszczeń na zabezpieczenie. IDM uczestniczyła w konsultacjach projektów rozporządzeń w okresie sierpień-wrzesień 2012 roku. Izba zaproponowała rezygnację z obowiązku sprawdzania przez firmę inwestycyjną czy posiadacz rachunku zbiorczego spełnia warunki określone w §24 ust. 7 pkt 1 i 2 rozporządzenia o trybie i warunkach postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz banków powierniczych oraz zastąpienia tego koniecznością odebrania od posiadacza rachunku odpowiedniego pisemnego oświadczenia, że spełnia on zawarte w tym przepisie warunki.

Uwagi IDM zostały uwzględnione przez Ministra Finansów w projektach rozporządzeń.

NOWY MODEL FINANSOWANIA NADZORU NAD RYNKIEM KAPITAŁOWYM

KNF pismem z dnia 28 maja 2012 roku wystąpiła z propozycją zmiany modelu finansowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Izba kierunkowo poparła propozycje zmian KNF (pismem z dnia 6 czerwca 2012 roku).

Obecnie koszty nadzoru pokrywane są w większości z opłat z tytułu nadzoru wnoszonych przez GPW i KDPW. Wysokość opłat pobieranych od GPW i KDPW stanowi różnicę pomiędzy kosztami działalności UKNF w zakresie zadań związanych z wykonywaniem nadzoru nad rynkiem kapitałowym poniesionymi w danym roku, a sumą pozostałych opłat i wpływów. Domy maklerskie pokrywają koszty nadzoru pośrednio, poprzez opłaty wnoszone na rzecz GPW i KDPW.

Zaproponowane zmiany mają na celu rozłożenie płatności na wszystkich uczestników rynku i objęcie bezpośrednimi opłatami z tytułu nadzoru domów maklerskich, emitentów, towarzystw funduszy

inwestycyjnych, spółek prowadzących pozagiełdowy rynek regulowany, ASO, podmiotów organizujących obrót towarami giełdowymi i giełdę towarową, a także izb rozliczeniowych, izb rozrachunkowych, giełdowych izb rozrachunkowych oraz podmiotów pełniących funkcję giełdowych izb rozrachunkowych. W przypadku przyjęcia tego modelu domy maklerskie płaciłyby ok. 13% kosztów UKNF.

2 października 2012 roku odbyło się spotkanie w KNF, w którym uczestniczyli m. in.: przedstawiciele IDM, GPW, KDPW, IZFiA, SEG, BondSpot, RBD i ZMiD.

Przedstawiciele Izby zwrócili uwagę Komisji na fakt, że wprowadzenie nowego modelu spowoduje zwiększenie obciążeń krajowych firm inwestycyjnych i stworzy kosztową przewagę konkurencyjną dla zdalnych członków giełdy, którzy w nowym modelu nie będą uczestniczyli w kosztach nadzoru. W efekcie wprowadzenia nowego modelu udział GPW i KDPW w kosztach nadzoru znacznie zmaleje.

IDM przedstawiła 06 czerwca 2012 roku stanowisko w sprawie modelu finansowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Zgłaszając szczegółowe uwagi do tej propozycji IDM zaproponowała m.in.:

- przyjęcie podstawy naliczania opłaty dla domów maklerskich po uwzględnieniu kosztów uzyskania, w szczególności: przychodów z działalności pomniejszonych o opłaty na rzecz regulowanych rynków papierów wartościowych, giełd towarowych oraz na rzecz KDPW i giełdowych izb rozrachunkowych,
- nałożenie obowiązku ponoszenia opłat na zdalnych członków giełdy,
- rezygnację z naliczania opłat dla banków prowadzących działalność maklerską odrębnie od domów maklerskich.

Pod koniec listopada 2012 roku stanowisko IDM było ponownie zaprezentowane na spotkaniu z Panem Wojciechem Kowalczykiem, Wiceministrem w Ministerstwie Finansów (20.11.2012 roku) oraz na spotkaniu z Panem Andrzejem Jakubiakiem, Przewodniczącym KNF (23.11.2012 roku).

IDM ponownie wystąpiła do Ministerstwa Finansów i KNF z pismem w dniu 22 stycznia 2013 roku, w którym przedstawiło swoje uwagi do modelu finansowania nadzoru. W piśmie IDM zaproponowała m.in.:

- aby opłaty pobierane od instytucji infrastrukturalnych rynku traktować jako źródło finansowania z tytułu nadzoru nad wtórnym obrotem regulowanym (udział w finansowaniu tej części zadań nadzorczych powinni mieć wszyscy uczestnicy rynku tj. instytucje infrastrukturalne, domy maklerskie jako pośrednicy oraz inwestorzy zarówno instytucjonalni, jak i indywidualni),
- aby przychody z działalności maklerskiej, będące podstawą ustalenia opłaty na rzecz finansowania nadzoru, były pomniejszane o opłaty ponoszone przez domy maklerskie na rzecz rynków regulowanych, giełd towarowych, KDPW, i giełdowych izb rozrachunkowych,
- uwzględnienie w przychodach KNF kwot pochodzących od zdalnych uczestników rynku.

OCzekuje się, że nowy model finansowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym wejdzie w życie z dniem 1 stycznia 2014 roku.

DORADZTWO INWESTYCYJNE

Urząd Komisji Nadzoru Finansowego w stanowisku z dnia 27 marca 2012 roku w sprawie świadczenia przez firmy inwestycyjne doradztwa inwestycyjnego wyodrębnił szereg stanów faktycznych, dotychczas traktowanych jako część działalności firmy inwestycyjnej związanej z bieżącą obsługą klienta, w których istnieje duże prawdopodobieństwo kwalifikacji czynności pracowników firmy inwestycyjnej jako wykonywanie usług doradztwa inwestycyjnego.

Przyjęcie takiego stanowiska generuje ryzyko, że Urząd Komisji Nadzoru Finansowego będzie traktował niektóre zachowania pracowników firmy inwestycyjnej jako wykonywanie usług doradztwa inwestycyjnego. Zatem w wielu wypadkach działania firmy inwestycyjnej będą traktowane jako niezgodne z przepisami prawa.

IDM wystąpiła do Urzędu KNF z pismem wyrażającym opinię środowiska domów maklerskich i zawierającym propozycję zmiany stanowiska Urzędu (maj 2012 roku). Urząd KNF nie podzielił opinii środowiska. W związku z tym Izba wystąpiła kolejne pismo zawierające opis konkretnych praktycznych sytuacji pojawiających się w trakcie świadczenia usług maklerskich z prośbą o ich interpretację (sierpień 2012 roku).

W II połowie listopada 2012 roku IDM ponownie wystąpiła do Urzędu KNF z prośbą o interpretację wskazanych wcześniej przypadków.

IDM w piśmie do Przewodniczącego KNF wysłała także z propozycją podjęcia dyskusji nt. zasad świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego, której wynikiem powinno być wypracowanie wspólnego stanowiska, określającego w sposób precyzyjny w szczególności:

- jakie zachowania, konkretne praktyki rynkowe należy zaliczyć do usługi doradztwa inwestycyjnego,
- różnice pomiędzy usługą doradztwa inwestycyjnego, a innymi formami działalności doradczej prowadzonymi przez firmy inwestycyjne (np. sporządzaniem analiz, rekomendacji inwestycyjnych o charakterze ogólnym, przekazywaniem klientom informacji rynkowych, materiałów marketingowych i edukacyjnych, aktywnym oferowaniem klientom konkretnych produktów inwestycyjnych), na podstawie analizy konkretnych przypadków,
- zasady oznaczania materiałów analitycznych przekazywanych klientom tak, aby klienci mogli w sposób nie budzący wątpliwości określić, które z nich mają charakter ogólny i nie są dedykowane indywidualnie dla klienta i w związku z tym nie stanowią doradztwa inwestycyjnego, a które dedykowane są dla konkretnego klienta lub grupy klientów i uwzględniają ich profil inwestycyjny, określony w oparciu o wiedzę i doświadczenie, poziom akceptowanego ryzyka, sytuację finansową klienta i jego cele inwestycyjne i tym samym stanowią doradztwo inwestycyjne,
- zakres informacji o kliencie, niezbędnych firmie inwestycyjnej do przeprowadzenia oceny indywidualnej sytuacji klienta, a tym samym warunkujących świadczenie usługi doradztwa inwestycyjnego.

W dniu 23 listopada 2012 roku odbyło się spotkanie z Przewodniczącym KNF, Andrzejem Jakubiakiem. Na spotkaniu w Urzędzie KNF uzgodniono m.in. organizację roboczych spotkań przedstawicieli IDM i Urzędu KNF dotyczących problemów związanych ze stosowaniem przepisów o doradztwie inwestycyjnym. Na spotkaniu uznano także za konieczne dokonanie przeglądu Kodeksu Dobrej Praktyki Domów Maklerskich.

Odbyły się dwa robocze spotkania przedstawicieli IDM i Urzędu KNF (5 grudnia 2012 roku i 3 stycznia 2013 roku), na których zostały przedyskutowane problemy związane ze świadczeniem usług maklerskich w kontekście stanowiska Urzędu KNF dotyczącego doradztwa inwestycyjnego.

W dniu 11 stycznia 2013 roku IDM ponownie wystąpiła do Urzędu KNF z pismem, w których zostało zaprezentowane stanowisko środowiska domów maklerskich w tym zakresie. Obecnie IDM oczekuje na odpowiedź Urzędu KNF dotyczącą kwestii opisanych w pismach IDM z sierpnia 2012 roku i stycznia 2013 roku oraz poruszonych na spotkaniach roboczych.

ODEJŚCIE OD PRAKTYKI STOSOWANIA PRZELEWÓW POSTTRANSAKCYJNYCH – art. 121 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi

W 2012 roku IDM przygotowała wspólnie z KDPW i RBD projekt zmiany art. 121 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Projekt zmiany został złożony w kwietniu 2012 roku w Urzędzie KNF. Na spotkaniu w Urzędzie KNF (kwiecień 2012 roku) temat został omówiony. Urząd KNF zobowiązał się do analizy tematu. Nie zostały jednak ustalone żadne terminy dalszego działania.

Celem zmiany ustawy zaproponowanej przez IDM, KDPW i RBD jest odejście od praktyki przelewów posttransakcyjnych jako kontynuacji transakcji rynku regulowanego i zastąpienie jej praktyką traktowania drugiego członu rozliczenia (i ewentualnie kolejnych) jako odrębnej transakcji zawartej poza obrotem zorganizowanym (transakcji OTC).

W przypadku dokonania zmian art. 121 ustawy IDM podejmie prace związane z przygotowaniem projektu zmiany rozporządzenia o trybie i warunkach postępowania firm inwestycyjnych, banków o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz banków powierniczych, w celu odpowiedniego dostosowania go do nowego brzmienia artykułu 121 ustawy.

KRÓTKA SPRZEDAŻ

Podjęcie przez polskiego prawodawcę prac w zakresie krótkiej sprzedaży ma na celu dostosowanie przepisów prawa polskiego do rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady Nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 roku w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego. Rozporządzenie weszło w życie z dniem 1 listopada 2012 roku. W czerwcu 2012 roku odbyło się spotkanie inicjujące,

na którym określono kierunki potrzebnych zmian polskich przepisów prawa. W listopadzie 2012 roku Minister Finansów przedstawił do zaopiniowania projekt założeń zmiany ustawy o obrocie instrumentami finansowymi obejmujących w szczególności zmianę definicji krótkiej sprzedaży. IDM uczestniczyła w procesie konsultacji projektu założeń zmian do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. IDM zaproponowała (pismem z 14.11.2012 roku) obniżenie wysokości kar pieniężnych za niedopełnienie obowiązków informacyjnych (art. 41 rozporządzenia Nr 236/2012 o krótkiej sprzedaży) oraz za nieprzestrzeganie zakazów przewidzianych rozporządzeniem w sprawie krótkiej sprzedaży.

ZMIANY PRAWA PODATKOWEGO

W sierpniu 2012 roku Ministerstwo Finansów przedstawiło w ramach konsultacji społecznych projekt ustawy o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz o zmianie niektórych innych ustaw.

IDM poparła (pismo z września 2012 roku) propozycję IZFiA mającą na celu wyjaśnienie wątpliwości czy spadkobiercom podatników posiadających papiery wartościowe, tytuły uczestnictwa lub jednostki uczestnictwa w funduszach kapitałowych przysługuje pełna realizacja zasady sukcesji podatkowej wynikającej z art. 97 Ordynacji podatkowej i rozliczenie kosztów nabycia w/w praw w przypadku ich zbycia.

Zgodnie z projektem ustawy o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz o zmianie niektórych innych ustaw, domy maklerskie staną się płatnikami podatku dochodowego od osób prawnych m.in.: od dywidend. Projekt zakładał wejście w życie ustawy na dzień 1 stycznia 2013 roku. IDM zgłosiła uwagi do propozycji zmiany ustawy (październik 2012 roku), w tym m.in.: zaproponowała dzień wejścia w życie ustawy na 1 stycznia 2014 roku, co umożliwiłoby dostosowanie się firm inwestycyjnych prowadzących rachunki papierów wartościowych do wykonywania nowych obowiązków.

PRODUKTY INWESTYCYJNE

Projekt rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczące produktów inwestycyjnych zakłada wprowadzenie nowych wymogów informacyjnych dla oferowanych produktów inwestycyjnych w szczególności:

- wprowadzenie definicji produktu i twórcy produktu,
- określenie zakresu wymaganych informacji, które powinien zawierać dokument będący podstawą oferowania produktów,
- wprowadzenie nowych zasad odpowiedzialności twórcy produktu (zaostreżenie tej odpowiedzialności).

Twórcą produktu lub jego sprzedawcą może być firma inwestycyjna. Nowe rozporządzenie będzie miało na celu zwiększenie ochrony inwestorów indywidualnych.

IDM zgłosiła uwagi do projektu rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczące produktów inwestycyjnych (24.08.2012 roku). Uwagi zostały zgłoszone do Ministerstwa Finansów. IDM:

- zaproponowała rezygnację z wydania przedmiotowego rozporządzenia, ze względu na fakt, iż obecnie obowiązujące przepisy dostatecznie już chronią klienta,
- zgłosiła uwagi szczegółowe, m. in.: uznała za niewłaściwe zwiększenie odpowiedzialności twórcy produktu inwestycyjnego.

Prace nad projektem nadal się toczą w instytucjach europejskich. Nieznany jest zatem termin wejścia w życie rozporządzenia.

WYMAGANIA ESMA ZWIĄZANE Z DOSTĘPEM DO RYNKU

European Securities and Markets Authority - ESMA - Europejski Urząd Nadzoru Rynków i Papierów Wartościowych wydała w dniu 24 lutego 2012 roku wytyczne dotyczące systemów i mechanizmów kontroli w zautomatyzowanym środowisku obrotu dla platform obrotu, przedsiębiorstw inwestycyjnych oraz właściwych organów. Wytyczne określiły m. in.: warunki świadczenia przez firmy inwestycyjne na rzecz klientów usług bezpośredniego dostępu do rynku oraz dostępu sponsorowanego. Pojawiły się wątpliwości interpretacyjne czym są te usługi w świetle występującej na polskim rynku kapitałowym praktyki.

IDM wystąpiła z pismem do Urzędu KNF w sprawie wyjaśnienia powstałych wątpliwości (01.06.2012 roku) twierdząc, że usługa dostępu sponsorowanego nie jest na polskim rynku kapitałowym świadczona. Natomiast usługą dostępu bezpośredniego nie jest powszechnie świadczona usługa składania zleceń przez Internet. Urząd KNF podzielił pogląd IDM w sprawie dostępu sponsorowanego. Nie podzielił poglądu IDM w sprawie dostępu bezpośredniego do rynku (DMA). Na seminarium CEDUR, które odbyło się 6 grudnia 2012 roku, Urząd KNF ponownie potwierdził wyżej opisane stanowiska w zakresie dostępu bezpośredniego do rynku. W związku z tym IDM planuje wystąpić do ESMA z prośbą o interpretację wytycznych w tym zakresie. W szczególności IDM zamierza uzyskać od ESMA stanowisko, że dostępem bezpośrednim do rynku nie jest każdy dostęp klienta do składania zleceń przez internet.

AGENT FIRMY INWESTYCYJNEJ

W opinii Urzędu KNF przedstawionej w piśmie z 16.05.2011 roku agent firmy inwestycyjnej może mieć dostęp do danych klienta tej firmy za zgodą klienta. Takie stanowisko utrudnia agentowi firmy inwestycyjnej, który nie pośredniczył w zawieraniu umowy o świadczeniu usług maklerskich, realizację zleceń i innych dyspozycji klienta. W takim przypadku uzyskanie dostępu

do danych klienta wymaga czasu. Klient bowiem składa zlecenie u agenta firmy inwestycyjnej, a zgodę musi otrzymać firma inwestycyjna, która daje taki dostęp agentowi.

IDM wystąpiła z pismem (15.06.2012 roku) do Urzędu KNF w celu uzyskania interpretacji przepisów tak, aby możliwy był dostęp agenta firmy inwestycyjnej do danych klienta (który zawarł umowę o świadczenie usług maklerskich bez pośrednictwa tego agenta) bez konieczności uzyskiwania zgody klienta. Taka interpretacja umożliwiłaby sprawne i szybkie złożenie zlecenia przez klienta u dowolnego agenta firmy inwestycyjnej.

Urząd KNF podtrzymał swoje dotychczasowe stanowisko tzn., iż w omawianym przypadku potrzebna jest zgoda klienta (13.08.2012 roku).

W październiku 2012 roku IDM wystąpiła z propozycją zmiany przepisów prawa w tym zakresie w ramach prac utworzonego przez Ministra Finansów Zespołu Roboczego ds. przeglądu przepisów regulujących obrót instrumentami finansowymi.

FATCA

W dniu 28 marca 2010 roku została przyjęta w Stanach Zjednoczonych ustawa o ujawnianiu informacji o rachunkach zagranicznych dla celów podatkowych (Foreign Account Tax Compliance Act – FATCA).

Ustawa przewiduje nałożenie na zagraniczne (również polskie) – tj. nieposiadające siedziby w USA – banki i inne instytucje finansowe (np. firmy ubezpieczeniowe, domy maklerskie, fundusze inwestycyjne itp.) obowiązku informowania amerykańskich organów podatkowych o rachunkach prowadzonych na rzecz podatników amerykańskich.

W przypadku, gdy instytucja finansowa nie wywiąże się z obowiązków informacyjnych dotyczących wypłat na rzecz osób objętych regulacją, np. z tytułu odsetek i dywidend, kwoty wypłat będą pomniejszone o 30% podatek od dochodu ze źródeł z USA. Sposobem uniknięcia tego podatku ma być zawarcie przez instytucję finansową porozumienia z amerykańskimi organami skarbowymi, umożliwiającego przekazanie stosownych informacji (uzyskanie statusu instytucji uczestniczącej).

Amerykański IRS ogłosił, że wejście w życie pierwszych obowiązków wynikających z przepisów FATCA zostanie przesunięte do 1 stycznia 2014 roku. Pozostałe terminy zostały także odpowiednio opóźnione, aby instytucje finansowe miały więcej czasu na wdrożenie przepisów FATCA.

IDM wystąpiła z pismem do Ministra Finansów (09.05.2012 roku) z zapytaniem czy państwo polskie zamierza podpisać stosowne porozumienie ze Stanami Zjednoczonymi i jeśli tak, to na jakim etapie są negocjacje w tym zakresie. Podpisanie porozumienia przez Polskę lub Komisję Europejską będzie miało istotny wpływ na zakres obowiązków polskich instytucji finansowych, w tym domów maklerskich.

W dniu 18 grudnia 2012 roku IDM otrzymała odpowiedź w tej sprawie z Ministerstwa Finansów. Ministerstwo Finansów podjęło działania mające na celu uzyskanie zgody Prezesa Rady Ministrów na rozpoczęcie negocjacji ze Stanami Zjednoczonymi w celu zawarcia umowy w sprawie poprawy wypełniania obowiązków podatkowych oraz wdrożenia ustawodawstwa FATCA. Intencją jest przyjęcie rozwiązania przewidującego przekazywanie do IRS informacji z instytucji finansowych za pośrednictwem administracji podatkowej. W ocenie Ministerstwa takie podejście zabezpieczy polskie instytucje finansowe przed niekorzystnymi aspektami ustawodawstwa FATCA.

Jednakże ostateczna decyzja w tym zakresie zależy od wyników uzgodnień międzyresortowych wyżej wspomnianego wniosku, poprzedzających uzyskanie zgody Prezesa Rady Ministrów na rozpoczęcie negocjacji ze Stanami Zjednoczonymi w sprawie zawarcia przedmiotowej umowy międzynarodowej.

Ministerstwo Finansów potwierdziło także, że niezależnie od rozwiązania, jakie zostanie przyjęte, zapewnienie prawidłowego i zgodnego z przepisami prawa wykonywania przez polskie instytucje finansowe obowiązków wynikających z ustawodawstwa FATCA będzie wymagało wprowadzenia określonych dostosowań legislacyjnych w prawodawstwie krajowym. Procedura legislacyjna w każdym takim przypadku poprzedzona będzie przeprowadzeniem uzgodnień z udziałem partnerów społecznych, w tym IDM.

DYREKTYWA CRDIV I ROZPORZĄDZENIE CRR

W związku z przedłużającymi się pracami unijnymi nad pakietem zmian przepisów (projekt dyrektywy CRDIV i rozporządzenia CRR) IDM wystąpiła z pismem do Ministra Finansów (31.08.2012 roku), w którym poprosiła o uzyskanie informacji na temat terminu wejścia w życie dyrektywy CRDIV i Rozporządzenia CRR oraz stanu prac nad tym przepisami.

W piśmie z dnia 10.10.2012 roku Ministerstwo Finansów poinformowało o toczących się w chwili obecnej negocjacjach w ramach struktur Unii Europejskiej mających na celu ustalenie ostatecznej wersji projektu tych aktów. Z uwagi na toczące się negocjacje nie można ustalić dokładnego harmonogramu transpozycji tych przepisów w chwili obecnej. Ze względu na tempo negocjacji Polska zabiega o przesunięcie terminu wejścia w życie nowych regulacji.

Przepisy unijne mają być podzielone na dyrektywę - CRD IV oraz regulację (czyli rozporządzenie CRR IV). Zmiany dotyczyć mają w szczególności wymogów kapitałowych i zarządzania ryzykiem, płynności i dźwigni finansowej.

Dyrektywa będzie wymagała implementacji do polskiego systemu prawnego. Rozporządzenia nie będzie trzeba implementować. Będzie stosowane bezpośrednio we wszystkich krajach członkowskich. Takie rozwiązanie z jednej strony eliminuje

różnice w stosowaniu prawa w ramach Unii Europejskiej, ale z drugiej – ogranicza możliwość dostosowania rozwiązań do specyfiki poszczególnych krajów.

PRACE IDM W RAMACH ZESPOŁU ROBOCZEGO DS. PRZEGLĄDU PRZEPISÓW REGULUJĄCYCH OBRÓT INSTRUMENTAMI FINANSOWYMI

Zespół roboczy ds. przeglądu przepisów regulujących obrót instrumentami finansowymi został utworzony we wrześniu 2012 roku przez Ministra Finansów.

Do zespołu zostali powołani przedstawiciele: NBP, UKNF, GPW, KDPW, IDM, IZFiA, ZBP, RBD, SEG i BondSpot.

Zadaniem zespołu roboczego jest przegląd regulacji zarówno na poziomie ustawy, jak i aktów wykonawczych, mający na celu poprawę organizacji i funkcjonowania rynku kapitałowego oraz wypracowanie koncepcji zmian przepisów w tym zakresie. Na prośbę Ministerstwa Finansów IDM zgłosiła w dniu 26 października 2012 roku zagadnienia, które chciałaby uczynić przedmiotem prac zespołu roboczego. IDM zgłosiła m.in.:

- propozycję zmiany ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w zakresie: systemu rekompensat, ochrony informacji stanowiącej tajemnicę zawodową, powołania zespołu roboczego przy KDPW_CCP (na wzór istniejącego zespołu roboczego przy KDPW), reprezentacji środowiska maklerskiego w radzie nadzorczej KDPW,
- propozycję uwzględnienia stanowiska KE (umożliwienie przekazywania zleceń do realizacji przez podmiot trzeci),
- propozycję zmian przepisów w zakresie: zabezpieczenia wiarygodności na instrumentach finansowych, archiwizacji dokumentów w firmie inwestycyjnej.

Pierwsze spotkanie zespołu roboczego odbyło się w dniu 21 stycznia 2013 roku. Na nim zostały omówione zgłoszone przez uczestników zespołu pierwsze 24 propozycje zmian do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Propozycje zmian odnoszą się w szczególności do:

- wprowadzenia nowych przypadków, które mogą stać się podstawą cofnięcia zezwolenia na prowadzenie działalności objętej zezwoleniem m. in. działalności maklerskiej (IDM zgłosiła sprzeciw w tym zakresie),
- zmian w zakresie tajemnicy zawodowej i informacji poufnej,
- manipulacji na rynku,
- agentów firm inwestycyjnych,
- procedury rozpatrywania wniosku o uzyskanie zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej,
- wprowadzenie ochrony prawnej oznaczenia „dom maklerski” oraz sankcji za używanie tego oznaczenia przez podmioty nieuprawnione,
- zamknięcia katalogu działalności gospodarczej firm inwestycyjnych do działalności maklerskiej (IDM zgłosiła sprzeciw w tej sprawie).

Kolejne spotkanie zespołu roboczego planowane jest na 27 lutego 2013 roku. Przedmiotem spotkania będą kolejne propozycje zmian do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz propozycje zmian do rozporządzenia o trybie i warunkach postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz banków powierniczych.



