

Wyzwania rozwojowe, a otoczenie regulacyjne i sytuacja rynkowa firm inwestycyjnych w Polsce

Marzec 2017

*Raport przygotowany na zlecenie i we
współpracy z Izbą Domów Maklerskich.*

Spis treści

Rynek kapitałowy dla budowania dobrobytu Polaków – kluczowe warunki dla realizacji Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju	3
1 Wstęp	7
2 Uwarunkowania makroekonomiczne działalności domów maklerskich	9
2.1 Strategia Odpowiedzialnego Rozwoju	9
2.2 Unia Rynków Kapitałowych	11
2.3 Poziom oszczędności i inwestycji	12
2.3.1 Inwestycje ogółem	12
2.3.2 Finansowanie przedsiębiorstw	13
2.3.3 Długoterminowe oszczędności	14
2.4 Podsumowanie uwarunkowań makroekonomicznych	17
3 Rola domów maklerskich na rynku kapitałowym	19
4 Sytuacja rynkowa domów maklerskich w Polsce	22
4.1 Zmiany przychodów i kosztów domów maklerskich w ostatnich latach	22
4.2 Koszty transakcyjne GPW	26
4.3 Konkurencja członków lokalnych Giełdy z członkami zdalnymi	27
4.4 Podsumowanie sytuacji rynkowej domów maklerskich	29
5 Regulacje Rynku Kapitałowego i ich wpływ na działalność domów maklerskich	30
6 Skutki złej sytuacji rynkowej i pogarszających się warunków funkcjonowania dla domów maklerskich	37
6.1 Spadające pokrycie analityczne	37
6.2 Trwała dominująca pozycja w obrotach największych spółek	38
6.3 Słabnący rynek IPO i rosnąca liczba wyjść z giełdy	39
6.4 Negatywny wpływ na fundusze Private Equity i Venture Capital w Polsce	41
6.5 Sytuacja na NewConnect	41
6.6 Włączanie domów maklerskich bezpośrednio w struktury banków	43
6.7 Podsumowanie skutków rynkowych	44
7 Wnioski końcowe	46
Aneks – szczegółowy opis kluczowych regulacji, którym zostały poddane domy maklerskie w ostatnich latach	48
Wykaz źródeł	65
Wykaz skrótów	66
Wykaz aktów prawnych	67

Rynek kapitałowy dla budowania dobrobytu Polaków – kluczowe warunki dla realizacji Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju

****postulaty branży po XVII konferencji IDM***

Zwiększenie udziału rynku kapitałowego w finansowaniu polskich przedsiębiorstw warunkiem skutecznej realizacji rządowej Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju.

Rząd RP w ramach Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju (SOR) stawia sobie za jeden z głównych celów wzrost gospodarczy między innymi w oparciu o rozwój innowacyjnych firm. Oparcie modelu wzrostu gospodarczego o rozwój innowacyjnych firm wymaga zwiększenia udziału rynku kapitałowego w finansowaniu inwestycji. Powinien on stać się miejscem pozyskania funduszy rozwojowych dla polskich firm. Sprawnie funkcjonujący rynek kapitałowy zapewni bezpieczną i efektywną alokację inwestycji do najbardziej konkurencyjnych przedsiębiorstw i jednocześnie zapewni bezpieczeństwo oszczędności.

Aktywność inwestycyjna w Polsce, podobnie jak w innych krajach Unii Europejskiej, jest w znacznym stopniu uzależniona od finansowania bankowego. Oznacza to niewystarczający poziom zaspokojenia potrzeb inwestycyjnych, szczególnie dla przedsięwzięć innowacyjnych oraz małych i średnich przedsiębiorstw, które ze zrozumiałych względów nie są predystynowane do uzyskania finansowania bankowego w atrakcyjnej cenie. Aby istotnie podnieść poziom inwestycji w Polsce niezbędne jest zapewnienie przedsiębiorcom dostępu do nowych alternatywnych źródeł finansowania.

Dlatego ważnym jest by rząd przyspieszył prace nad jednym ze strategicznych dokumentów SOR, to jest strategią rozwoju rynku kapitałowego.

Zwiększenie zaangażowania rynku kapitałowego w finansowanie przedsiębiorstw wymaga wsparcia dla rozwoju krajowych źródeł kapitału.

Do realizacji tego celu niezbędne jest wdrożenie reform stabilizujących ostatecznie sytuację środków zgromadzonych w tej chwili w OFE, wspierających budowanie długoterminowych oszczędności emerytalnych Polaków - w tym przekazanie 75% funduszy z OFE na IKZE, zagwarantowanie prywatnego statusu tych środków oraz budowa Pracowniczych Planów Kapitałowych.

Fundusze na nowe inwestycje powinny być pozyskane dzięki zwiększeniu poziomu oszczędności krajowych. Według danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego poziom oszczędności w Polsce w relacji do PKB wyniósł 20,3% w roku 2015 i był to jeden z najniższych wyników w Unii Europejskiej. Niski poziom oszczędności krajowych stanowi poważną barierę dla bezpiecznego wzrostu aktywności inwestycyjnej w długim okresie. Podniesienie stopy oszczędności w Polsce powinno zostać osiągnięte dzięki podniesieniu skłonności do oszczędzania w gospodarstwach domowych.

Aby to osiągnąć planowane jest przekazanie oszczędzającym w formie Indywidualnych Kont Zabezpieczenia Emerytalnego 75% kapitału zgromadzonego w OFE oraz przyspieszenie prac nad budową programu Pracowniczych Planów Kapitałowych (PPK), które docelowo mają objąć cały sektor przedsiębiorstw i znaczną część pracujących Polaków. Dzięki tym reformom ustabilizowana zostanie ostatecznie sytuacja funduszy zgromadzonych w tej chwili w OFE. Ważne jest również dopuszczenie przekształconych OFE w TFI do zarządzania PPK od pierwszych dni ich funkcjonowania. Reforma ta powinna zwiększyć poziom zaufania inwestorów do polskiego rynku kapitałowego, a także zapewnić stały dopływ środków do rynku w postaci funduszy gromadzonych w PPK.

Wsparcie krajowej branży domów maklerskich poprzez dążenie do obniżenia kosztów regulacyjnych, kluczowym warunkiem rozwoju rynku kapitałowego.

Oparcie wzrostu gospodarczego o rozwój innowacyjnych firm wymaga silnej branży krajowych domów maklerskich niezbędnych dla finansowania tych przedsiębiorstw. Domy maklerskie zapewniają bowiem sprawną obsługę inwestorów oraz pozyskują kapitał na rozwój dla najbardziej dynamicznych, średnich innowacyjnych polskich przedsiębiorstw.

Aktualna sytuacja rynkowa nie sprzyja jednak rozwojowi domów maklerskich w Polsce. Słaba koniunktura na rynku kasowym pociąga za sobą obniżenie przychodów z działalności maklerskiej, które od roku 2010 spadły o 52%. Koszty działalności maklerskiej spadają wolniej od przychodów. W związku z tym, od 2014 stale pogłębia się strata na tej podstawowej działalności, która w roku 2016 wyniosła 161 milionów złotych. Zauważyć trzeba, że lokalne domy maklerskie operują także na rynku o stosunkowo wysokich opłatach transakcyjnych. Jednocześnie konkurują z członkami zdalnymi giełdy, korzystającymi z efektów skali osiąganymi na rozwiniętych rynkach oraz działającymi w przeważającym obszarze swojej działalności w bardziej sprzyjającym otoczeniu regulacyjnym.

Na skutek splotu powyższych czynników działalność maklerska może stać się trwale deficytowa. Prowadzi to do zwalniania wysoko wykwalifikowanych specjalistów doradzających przedsiębiorstwom i inwestorom w ich decyzjach inwestycyjnych. Spada pokrycie analityczne, coraz bardziej dominującą rolę w obrotach na GPW mają największe spółki. W roku 2015 akcje spółek z indeksów WIG20 i WIG40 odpowiadały w sumie 94% obrotów, przy udziale w kapitalizacji wynoszącym 39%. Giełda, na której akcje większości notowanych, (mniejszych) firm nie są objęte analizami i generują znikomą część obrotów może stracić swoją atrakcyjność w oczach polskich przedsiębiorców, jako miejsce pozyskiwania kapitału.

Niezbędny jest przegląd regulacji dotyczących krajowych firm inwestycyjnych, tak by ograniczyć koszty ich działalności proporcjonalnie do skali ich operacji.

Poza działaniami zmierzającymi do poprawy koniunktury na rynku kapitałowym, ważne jest dokonanie przeglądu regulacji dotyczących krajowych firm inwestycyjnych pod kątem możliwości ich uelastycznienia. Przykładem takich koniecznych i możliwych do wdrożenia działań jest zmiana przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w kierunku szerszego i bardziej elastycznego stosowania zasad outsourcingu w celu obniżenia kosztów dla domów maklerskich. Innym przykładem regulacji, których korzystna na szczeblu krajowym reinterpretacja mogłaby w istotny sposób wpłynąć na konkurencyjność lokalnych domów maklerskich, jest implementacja przepisów dyrektywy CRDIV. W ramach obowiązujących obecnie przepisów polski ustawodawca zobowiązał domy maklerskie, między innymi, do utrzymywania w każdym czasie funduszy własnych na poziomie nie niższym niż poziom kapitału wewnętrznego, co nie jest wprost wymagane w dyrektywie. Innymi regulacjami, których uelastycznienie mogłoby poprawić sytuację domów maklerskich są także implementacje dyrektyw MAD i CRS oraz wytyczne KNF dotyczące świadczenia usług maklerskich na rynku OTC.

Obawy uczestników rynku dotyczące sposobu wdrożenia założeń Unii Rynków Kapitałowych w Polsce, mają silnie oparcie w doświadczeniach z ostatnich lat, gdy jednym z najistotniejszych elementów wpływającym na pogarszanie się sytuacji krajowych domów maklerskich były coraz bardziej restrykcyjne regulacje. Działo się to także na skutek sposobu implementacji rozwiązań unijnych. W ciągu ostatnich 10 lat liczba nowych regulacji, którym zostały one poddane przekroczyła 40. Jednocześnie znaczna część nowych wymagań mogłaby być wprowadzona w znacznie mniej uciążliwej formie.

Konieczne jest opracowywanie ocen skutków regulacji (OSR), stosowanie testów proporcjonalności, kalkulatora kosztów dla biznesu oraz unikanie zjawiska „goldplatingu” dla nowych regulacji

Jednym z głównych postulatów ogólnych wynikających z naszej analizy jest konieczność opracowywania ocen skutków regulacji /OSR/ do projektów aktów prawnych dotyczących w szczególności rynku kapitałowego. Jest to kwestia szczególnie ważna w przypadku projektów rozporządzeń unijnych, które po uchwaleniu są stosowane w krajach członkowskich UE bezpośrednio i wprost, bądź gdy przy transpozycji przepisów unijnych rozważana jest tzw. opcja krajowa. Procedowanym projektom aktów prawnych często brakuje analiz kosztów wdrożenia

regulacji dla ich adresatów, analiz pod kątem zasady proporcjonalności, a także analizy potencjalnych skutków społeczno- ekonomicznych z perspektywy uczestników rynku kapitałowego, specyfiki i konkurencyjności rynku kapitałowego w Polsce, klientów firm inwestycyjnych, etc.

Z powodu braku rzetelnego OSR wielokrotnie dochodzi do naruszenia zasady proporcjonalności już na etapie tworzenia regulacji unijnych. W efekcie polskie firmy inwestycyjne są zobligowane do stosowania identycznych norm prawnych, ponoszenia tych samych kosztów wdrożenia, stosowania wobec nich wielomilionowych sankcji, co np. duże międzynarodowe banki inwestycyjne. W konsekwencji polski rynek kapitałowy staje się coraz mniej konkurencyjny, a podstawowa działalność maklerska w Polsce kurczy się, czego dowodem jest ponoszona w ostatnich latach strata z działalności podstawowej domów maklerskich.

Obecnie jednym z wyzwań, przed którymi stoją domy maklerskie, jest wdrożenie dyrektywy MIFID II. Jest to przykład regulacji, przy implementacji której, warto zastosować test proporcjonalności i dokonać analizy potencjalnych skutków proponowanych rozwiązań.

Przy tworzeniu projektów aktów prawnych w obszarze rynku kapitałowego postuluje się także stosowanie tzw. kalkulatora kosztów dla adresatów danego aktu prawnego.

Przy transpozycji unijnych aktów prawnych do prawa krajowego postuluje się także stosowanie zasady „Unia Europejska +0”, której celem jest unikanie przede wszystkim zjawiska tzw. goldplatingu, czyli nadmiernej lub najbardziej restrykcyjnej transpozycji dyrektywy unijnej.

Obniżenie kosztów infrastruktury może przyczynić się do zwiększenia płynności i atrakcyjności polskiego rynku kapitałowego.

Często poruszany w dyskusjach aspektem konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego są koszty transakcyjne na GPW. Dane dotyczące rzeczywistych kosztów transakcyjnych na wybranych giełdach europejskich wskazują, że nawet biorąc pod uwagę niewielką w szczególności w porównaniu z Istambułem, czy Frankfurtem skalę obrotów, ceny na GPW nie należą do niskich. Szczególnie istotne wydaje się tu porównanie z Istambułem, który, choć osiągane tam obroty są ponad 5-krotnie większe, traktowany jest przez inwestorów, jako bezpośrednia konkurencja dla Warszawy.

Wydaje się więc, że choć trudno byłoby stwierdzić, że wysokie ceny na GPW są jednym z głównych elementów blokujących rozwój rynku, to na pewno dzięki ich obniżeniu atrakcyjność GPW znacznie by wzrosła. Podczas XVII konferencji Izby Domów Maklerskich w Bukowinie pojawiały się nawet postulaty *delistingu* GPW i uczynienia z niej instytucji infrastrukturalnej o charakterze „not for profit”. Choć krok taki wydaje się mało prawdopodobny, a jego podjęcie wymagałoby głębokich analiz i konsultacji, to spotkał się on z poparciem większości uczestników konferencji.

Potrzebne jest zwiększenie działań nadzoru nad zagranicznymi firmami oferującymi usługi na rynku Forex w Polsce oraz wspieranie działań zmierzających do ograniczenia możliwości agresywnych, wprowadzających w błąd reklam usług tych firm na terytorium Polski.

Rynek instrumentów pochodnych OTC jest ważną i komplementarną częścią krajowego i unijnego rynku finansowego. Cieszy się on zainteresowaniem świadomych inwestorów, którzy poszukują oferty atrakcyjnej, elastycznej i zapewniającej zróżnicowane możliwości budowania strategii inwestycyjnych. Polskie domy maklerskie świadczące usługi na tym rynku są regulowane i podlegają ścisłemu nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Ostrzegają one swoich klientów przed ryzykiem związanym z inwestowaniem w instrumenty pochodne oraz oceniają adekwatność tych instrumentów do poziomu wiedzy i doświadczenia klienta. Inwestorzy zaś rynku OTC akceptują charakterystyczny dla tego rynku, podwyższony poziom ryzyka, oczekując wysokich stóp zwrotu.

W ostatnich latach, na terytorium Polski, mamy jednak do czynienia ze znaczącym wzrostem aktywności zagranicznych firm oferujących usługi na rynku Forex. Firmy te w swej działalności korzystają z bardzo agresywnego modelu reklamy i sprzedaży, działają na terytorium Polski bez wymaganego zezwolenia na świadczenie usług maklerskich.

Dlatego też należy wspierać działania mające na celu zwiększenie nadzoru nad tego typu firmami, których działania negatywnie wpływają na wizerunek i reputację lokalnie działających na tym rynku domów maklerskich, oraz wspierać działania zmierzające do ograniczenia możliwości agresywnych, wprowadzających w błąd reklam usług tych firm na terytorium Polski.

Konieczne jest jednak podejmowanie rozsądnych i przemyślanych działań, które chroniąc klienta, będą jednocześnie przeciwdziałały ucieczce polskich klientów do nielegalnie działających zagranicznych firm i szarej strefy. Byłoby to zjawisko niepożądane zarówno dla polskiej gospodarki, jak i dla inwestorów.

Ważne są działania, które będą utrzymywały zaufanie inwestorów do legalnie i uczciwie działających polskich domów maklerskich, zapewniając im pełny i swobodny dostęp do oferty nadzorowanych przez KNF krajowych firm inwestycyjnych, która będzie konkurencyjna względem firm zagranicznych.

Bazą dla długoterminowego wzrostu bezpieczeństwa inwestorów jest skuteczna edukacja rynkowa podnosząca świadomość inwestorów.

Budowa konkurencyjnego otoczenia regulacyjnego w Polsce warunkiem zwiększenia atrakcyjności krajowego rynku kapitałowego.

Jednym z kluczowych elementów mających ułatwić rozwój rynków kapitałowych w UE jest projekt Unii Rynków Kapitałowych. Jednym z jego elementów jest poprawa warunków finansowania gospodarki Unii Europejskiej poprzez dalszy rozwój oraz integrację rynków kapitałowych. Ma to zwiększyć poziom zasilania kapitałem, także małych i średnich firm, zwiększyć wybór możliwości inwestycyjnych dla inwestorów oraz obniżyć koszty inwestycji, szczególnie na mniej rozwiniętych rynkach.

Założenia Unii Rynków Kapitałowych spotkały się z dużym zainteresowaniem większości uczestników rynku kapitałowego w Polsce, w tym domów maklerskich. Nie oznacza to jednak, iż nie dostrzegają oni potencjalnych zagrożeń związanych z wdrożeniem proponowanych zmian. Uczestnicy krajowego rynku kapitałowego obawiają się w szczególności tego, że w propozycjach opracowywanych przez Komisję Europejską nie zostaną wzięte pod uwagę etapy rozwoju poszczególnych rynków oraz ich wielkość czy specyfika.

Może to skutkować przyjęciem rozwiązań dobrych dla rozwiniętych rynków, trudnych i kosztownych do wdrożenia na rynkach na innym etapie rozwoju. Przyjęcie takich rozwiązań może ograniczyć konkurencyjność polskiego rynku kapitałowego wobec rynków większych i bardziej rozwiniętych, co może doprowadzić do jego marginalizacji. **Dlatego niezależnie od projektu europejskiego Polska powinna prowadzić własne działania poprawiające konkurencyjność lokalnego rynku kapitałowego, zmierzające do uczynienia z niego preferowanego źródła pozyskiwania kapitału dla polskich firm i preferowanego miejsca lokowania środków dla polskich inwestorów.**

1 Wstęp

Przesłanką do powstania raportu, który oddajemy w Państwa ręce jest obserwowana w ostatnich latach pogarszająca się sytuacja finansowa lokalnych domów maklerskich. Jednocześnie w ramach Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju (SOR), rząd RP stawia sobie za jeden z głównych celów zapewnienie polskim małym i średnim firmom odpowiedniego poziomu finansowania, z wykorzystaniem oszczędności krajowych. Aby było to możliwe konieczne jest odbudowanie silnej pozycji polskiego rynku kapitałowego i jego podstawowych instytucji.

Autorzy raportu oraz Izba Domów Maklerskich (IDM), która była jego inspiratorem i zleceniodawcą, są przekonani, iż osiągnięcie tych celów nie jest możliwe bez silnego i konkurencyjnego sektora lokalnych domów maklerskich, które są istotnym elementem budowy zaufania pomiędzy oszczędzającymi, inwestorami oraz emitentami.

Doskonale zdajemy sobie sprawę, iż polski rynek kapitałowy po długim okresie dynamicznego wzrostu i wysuwania się na pozycję regionalnego lidera, w ostatnich latach przechodzi trudne chwile. Główną bolączką jest odpływ kapitału i pogarszająca się płynność. Sytuacja ta jest powszechnie znana, a jej przyczyny były już analizowane przez analityków i instytucje badawcze.

Przykładowo autorzy raportu „Wiatr w Żagle” przygotowanego przez instytut WiseEuropa¹ zauważają, iż kluczowe znaczenie dla giełdy ma kondycja gospodarki, koniunktura na świecie oraz zaufanie do lokalnego rynku i jego otoczenia instytucjonalno-regulacyjnego. W większości krajów najważniejszymi inwestorami na rynku kapitałowym są fundusze emerytalne i inwestycyjne. W przypadku Polski oszczędności emerytalne oparte o papiery wartościowe to głównie domena instytucji II i III filara emerytalnego, czyli przede wszystkim Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE). W 2013 r. nastąpiło jednak wydarzenie, które poważnie nadszarpięło zaufanie inwestorów do polskiego rynku kapitałowego, czyli reforma OFE. Inwestorzy z krajów zachodnich zarządzający największymi funduszami inwestycyjnymi, doznali swojego rodzaju szoku. Środki emerytalne, powszechnie uważane za własność prywatną, z dnia na dzień zostały znacjonalizowane. Tak właśnie przeniesienie części środków OFE, ulokowanych w obligacjach skarbowych, na wirtualne zapisy w ZUS, zostało zinterpretowane przez zagranicznych inwestorów. Dodatkowo wprowadzony w ramach reformy mechanizm suwaka, czyli stopniowe przenoszenie środków z OFE do ZUS w ramach zbliżania się klientów do wieku emerytalnego oraz ograniczenie o połowę składek sprawiło, że obserwujemy systematyczny odpływ kapitału z OFE. Receptami autorów przywoływanego raportu na poprawę sytuacji na rynku kapitałowym jest rozwianie wątpliwości wokół pozostałych oszczędności w OFE, najlepiej poprzez ich prywatyzację. Kluczowe jest też stworzenie otoczenia sprzyjającego lokowaniu długoterminowych oszczędności w instrumentach opartych o rynek kapitałowy, na przykład poprzez skuteczną budowę III dobrowolnego filara zabezpieczenia emerytalnego. Ważne jest także zapewnienie skutecznego i prorynkowego nadzoru, który nie tylko będzie tropił nielegalne działania na rynku, ale też aktywnie wspierał jego rozwój. Istotną kwestią pozostaje także ochrona akcjonariuszy mniejszościowych, szczególnie w sytuacji dużych udziałów skarbu państwa w największych spółkach.

Zgadając się z diagnozą i rekomendacjami wyżej wymienionego raportu, zauważamy, iż zła sytuacja domów maklerskich w Polsce związana jest nie tylko z ogólnie niekorzystną koniunkturą na rynku, ale także ze stale zmieniającym się otoczeniem prawnym.

Celem tego raportu jest po pierwsze pokazanie znaczenia niekorzystnych regulacji dla pogarszających się wyników domów maklerskich w Polsce, po drugie pokazanie skutków, jakie taka sytuacja może mieć dla rozwoju rynku kapitałowego, a w szczególności dla realizacji zamierzeń SOR. Chcemy też wyraźnie zaznaczyć, iż naszym celem nie był opis ogólnej sytuacji na polskim rynku kapitałowym, ani udzielanie wieloaspektowych rekomendacji służących jej naprawie.

¹ Bitner M. ; Bukowski M., Pastor K. „Wiatr w żagle. Obywatelska strategia dla polskiego rynku kapitałowego”, WiseEuropa, Warszawa, 2016.

Raport rozpoczynamy od przedstawienia ogólnych uwarunkowań makroekonomicznych, które są źródłem zamierzeń opisanych w SOR. Następnie w tym świetle krótko opisujemy rolę domów maklerskich na rynku kapitałowym oraz zmiany w ich sytuacji rynkowej w ciągu ostatnich lat. Potem dokonujemy charakterystyki zmian regulacyjnych, które w istotny sposób wpłynęły na funkcjonowanie domów maklerskich oraz przedstawiamy skutki, jakie pogarszanie się ich sytuacji wywiera na rynek kapitałowy w kontekście zamierzeń SOR. Raport kończymy podsumowaniem oraz kierunkowymi rekomendacjami zmian.

2 Uwarunkowania makroekonomiczne działalności domów maklerskich

2.1 Strategia Odpowiedzialnego Rozwoju²

Jednym z planowanych kierunków interwencji, w ramach obszaru „Kapitał dla Rozwoju” będącego częścią przyjętej przez rząd 14 lutego 2017 roku „Strategii na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju do roku 2020 (z perspektywą na roku 2030)”, jest „Rozwój Rynku Finansowego”. Celem działań realizowanych w ramach tego pakietu jest przede wszystkim „zwiększenie udziału krajowego kapitału w finansowaniu inwestycji” między innymi poprzez zniesienie barier dla rozwoju rynku kapitałowego.

Autorzy strategii dostrzegają decydującą rolę efektywnego rynku kapitałowego dla dostarczania środków inwestycyjnych dla branż innowacyjnych o wysokim poziomie produktywności, cechujących się jednocześnie wyższym niż branże tradycyjne poziomem ryzyka inwestycyjnego. Rolą rynku kapitałowego wg autorów strategii jest:

- dostarczanie obiektywnych informacji o spółkach sprzyjających efektywnemu alokowaniu zasobów,
- zapewnienie przedsiębiorcom komplementarnego lub alternatywnego wobec kredytu bankowego źródła finansowania działalności inwestycyjnej,
- finansowanie inwestycji, zwłaszcza przedsiębiorstw dynamicznych należących do tzw. *midcapu*,
- wspieranie budowy tzw. krajowych czempionów.

W ostatnim tekście strategii, przyjętym przez rząd i opublikowanym na stronach Ministerstwa Rozwoju 22 lutego 2017 r. znajdują się także elementy bardziej szczegółowej diagnozy sytuacji na rynku kapitałowym. Podkreślany jest problem wysokich kosztów transakcyjnych dla uczestników rynku oraz konkurencji ze strony dużych zagranicznych uczestników rynku, którzy dzięki efektom skali mają przewagę konkurencyjną nad podmiotami lokalnymi. Podkreśla się spadający udział w obrotach inwestorów indywidualnych oraz inwestorów instytucjonalnych zorientowanych długookresowo, a co za tym idzie rosnący udział inwestorów portfelowych. Wpływa to negatywnie na płynność i stabilność rynku. Dostrzeżony jest także regres na rynku NewConnect i Catalyst oraz negatywny bilans debiutów i firm opuszczających rynek główny.

W ramach strategii planowane jest więc zapewnienie równych warunków funkcjonowania dla lokalnych pośredników, bez zaangażowania których nie jest możliwe efektywne finansowanie rozwojowego lokalnym przedsiębiorstwom. Planowana jest także promocja uczestnictwa w rynku wśród lokalnych inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. Mocna pozycja lokalnych inwestorów ma zapewniać płynność, która zwiększy międzynarodowe zainteresowanie polskim rynkiem oraz wypełni spodziewaną lukę powstałą po potencjalnej częściowej migracji obrotu na największych spółkach na rynki zagraniczne.

W ramach realizacji strategii prowadzone mają być między innymi działania wprost wpływające na funkcjonowanie polskiego rynku kapitałowego. Z punktu widzenia ich istotności dla funkcjonowania domów maklerskich wymienić należy między innymi:

- zmiany regulacyjne zwiększające poziom wykorzystanie rynku kapitałowego w finansowaniu przedsiębiorstw, a także działania edukacyjne dla przedsiębiorstw w tym zakresie,
- podniesienie efektywności funkcjonowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym, tak by obniżyć koszty generowane przez nadzór przy wprowadzaniu nowych produktów i usług,
- przygotowanie infrastruktury polskiego rynku finansowego na zmiany przewidziane w projekcie Komisji Europejskiej „Unia Rynków Kapitałowych”

² <https://www.mr.gov.pl/strony/aktualnosci/strategia-na-rzecz-odpowiedzialnego-rozwoju-z-akceptacja-rzadu/>

-
- zwiększenie dywersyfikacji instrumentów rynku finansowego wdrażanych na poziomie lokalnym, także jako element wspierający realizację projektów współfinansowanych pomocą o charakterze bezzwrotnym,
 - opracowanie jasnych uregulowań podatkowych odnoszących się do kosztów emisji akcji,
 - analizę możliwości obniżki kosztów transakcyjnych na polskim rynku,
 - zagwarantowanie podmiotom funkcjonującym na rynku dostępu do wiarygodnej informacji o kontrahentach.

Jednym z głównych elementów realizacji tego planu będzie między innymi utworzenie „centrum analiz i ratingu”, którego celem jest wypełnienie luki analitycznej i informacyjnej dotyczącej ryzyka inwestycyjnego związanego przede wszystkim z inwestycjami w segmencie średnich i małych przedsiębiorstw.

Drugim najistotniejszym z punktu widzenia przyszłości polskiego rynku kapitałowego, a w szczególności domów maklerskich kierunkiem działań w ramach SOR jest „Budowa długoterminowego kapitału Polaków”. W ramach tego kierunku:

- przebudowany zostanie między innymi model funkcjonowania „Otwartych Funduszy Emerytalnych”,
- planowane jest wsparcie dla rozwoju trzeciofilarych produktów emerytalnych,
- budowa Publicznych Funduszy Nieruchomości,
- uatrakcyjnienie oferty obligacji skarbowych,
- rozwój akcjonariatu pracowniczego.

Jednym z najważniejszych punktów programu, z punktu widzenia stabilności funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce, jest ostateczne wyjaśnienie przyszłości środków zgromadzonych w Otwartych Funduszach Emerytalnych, poprzez przekazanie 75% z tych środków do funduszy akcyjnych operujących na polskim rynku kapitałowym w ramach programu Indywidualnych Kont Emerytalnych. Jeśli ten kierunek działań zostanie utrzymany, inwestorzy na rynku kapitałowym uzyskają pewność obecności na rynku poważnej grupy inwestorów prywatnych, zapewniających stały dopływ kapitału na rynek.

Drugim istotnym elementem planu jest budowa systemu emerytur pracowniczych opartego o Pracownicze Plany Kapitałowe (PPK). Program ten ma objąć większość osób pracujących w Polsce, a jego powodzenia ma zostać zapewnione dzięki częściowemu dofinansowaniu wpłat z finansów publicznych, dzięki obowiązkowemu uczestnictwu w nim dużych firm, oraz dzięki domyślnej partycypacji w programie osób nim objętych.

Plany te są reakcją na opisane poniżej i zidentyfikowane także przez autorów strategii główne wyzwania polskiej gospodarki, jakimi są niski poziom oszczędności (w szczególności oszczędności gospodarstw domowych) oraz niski, w porównaniu z krajami na podobnym poziomie rozwoju, poziom inwestycji.

2.2 Unia Rynków Kapitałowych

Unia Rynków Kapitałowych (*Capital Markets Union*)³ to koncepcja Komisji Europejskiej (KE) na zwiększenie finansowania rozwoju Europy. Jest to jeden z kluczowych elementów ogłoszonego w listopadzie 2014 roku tzw. Planu Junckera.

Jednym z jego elementów jest poprawa warunków finansowania gospodarki Unii Europejskiej poprzez dalszy rozwój oraz integrację rynków kapitałowych. Założenia te zostały doprecyzowane w dokumencie „Plan inwestycyjny dla Europy”, opublikowanym 26 listopada 2014 r.⁴ Zgodnie z tym planem w ciągu trzech lat gospodarka europejska powinna uzyskać dodatkowe finansowanie w wysokości ponad 300 mld EUR. Plany inwestycyjne mają iść w parze z poprawą warunków dla rozwoju przedsiębiorczości. Priorytetem zaś są „prostsze, skuteczniejsze i bardziej przewidywalne przepisy na wszystkich szczeblach”.

W założeniach Unii Rynków Kapitałowych czytamy, iż „inwestycje pozostają mocno zależne od pośrednictwa banków, a zatem możliwości długoterminowego finansowania infrastruktury są nadal ograniczone. Wiele MŚP ma nadal ograniczony dostęp do finansowania, a swobodny przepływ kapitału na obszarze UE nie został jeszcze w pełni zapewniony. Dlatego KE planuje wdrożyć rozwiązania, które zapewnią bezpośredni przepływ kapitału od inwestorów do przedsiębiorstw, w szczególności małych i średnich (MŚP), zapewnią wzrost napływów inwestycji do Unii Europejskiej z innych regionów świata, uczynią system finansowy bardziej stabilnym poprzez lepszą dywersyfikację źródeł finansowania, poprawią efektywność rynków kapitałowych, zmniejszając tym samym koszt pozyskania finansowania. Z biegiem czasu utworzenie Unii Rynków Kapitałowych ograniczy rozdrobnienie rynków finansowych w UE. Przyczyni się również do większej różnorodności podaży finansowania dla MŚP i długoterminowych projektów poprzez uzupełnienie finansowania bankowego środkami pochodzącymi z głębszych, bardziej rozwiniętych rynków kapitałowych. Prawdziwie jednolity rynek kapitałowy ułatwi obniżenie kosztów finansowania dla reszty gospodarki. Unia Rynków Kapitałowych jest zatem ważnym średnio- i długoterminowym elementem omawianego planu.”

Efektom proponowanych zmian ma być zwiększenie poziomu zasilania kapitałem działalności firm (w tym małych i średnich przedsiębiorstw), jak również kluczowych projektów infrastrukturalnych. Jednocześnie inwestorzy instytucjonalni oraz posiadające oszczędności osoby prywatne otrzymaliby większą liczbę możliwości inwestycyjnych. Głębsza integracja rynków kapitałowych obniżyłaby także koszty inwestycji, szczególnie na rynkach mniej rozwiniętych oraz w szerszej perspektywie zwiększyłaby odporność systemu finansowego na szoki na poziomie krajowym. Zgodnie z założeniami, integracja rynków miałaby także pozytywny wpływ na konkurencyjność wspieranych podmiotów, a poprzez to na konkurencyjność europejskich gospodarek jako takich.

Podstawy funkcjonowania Unii Rynków Kapitałowych, która miałaby obejmować wszystkie kraje członkowskie, mają zostać stworzone do 2019 r.

Założenia Unii Rynków Kapitałowych spotkały się z dużym zainteresowaniem wszystkich uczestników rynku kapitałowego w Polsce, w tym domów maklerskich. Większość uczestników zgodziła się z tezą, że warunkiem pobudzenia wzrostu gospodarczego w Europie i unowocześnienia europejskich przedsiębiorstw jest zwiększanie roli rynku kapitałowego w ich finansowaniu i zmniejszanie zależności od finansowania bankowego oraz że zwiększanie konkurencyjności gospodarki europejskiej w świecie wymaga nieustających zmian strukturalnych polegających na przesuwanie inwestycji z branż schyłkowych w kierunku branż o wysokim potencjale innowacyjnym. Uczestnicy rynku kapitałowego w Polsce obawiają się najbardziej, tego że w nowych rozwiązaniach nie zostaną wzięte pod uwagę etapy rozwoju poszczególnych rynków, ich wielkość czy specyfika. Może to skutkować przyjęciem rozwiązań dobrych dla rozwiniętych rynków, trudnych i kosztownych do wdrożenia na rynkach na innym etapie rozwoju. W efekcie może to skutkować stworzeniem Unii Europejskiej dwóch prędkości.

³ Green Paper Building Capital Markets Union, COM/2015/063 final, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_en.pdf

⁴ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Banku Centralnego, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego, Komitetu Regionów oraz Europejskiego Banku Inwestycyjnego – Plan inwestycyjny dla Europy, COM(2014) 903 final, opublikowany w dniu 26 listopada 2014 r.

Aby skorzystać z planowanych rozwiązań i możliwości jakie ma dać Unia Rynków Kapitałowych, należy przystąpić do stosownych reform wspierających rozwój krajowego rynku kapitałowego już dziś. Dobrym punktem wyjścia dla Polski jest więc Strategia Odpowiedzialnego Rozwoju, o której mowa powyżej i planowane w niej działania wspierające krajowy rynek kapitałowy. Należy jednak rozważyć, czy działania te są wystarczające w kontekście Unii Rynków Kapitałowych i czy Polska nie powinna wypracować swej własnej zielonej księgi budowania rynku kapitałowego w Polsce, aby wyrównać szanse, które niesie za sobą Unia Rynków Kapitałowych.

Unia Rynków Kapitałowych jest postrzegana generalnie przez uczestników rynków kapitałowych jako szansa. W przypadku Polski, proponowane rozwiązania są dobrym uzasadnieniem dla potrzeby wspierania i rozwoju przede wszystkim rynku krajowego. Efektywny rynek kapitałowy stanowi jeden z podstawowych filarów gospodarki, zapewniając przedsiębiorcom możliwość dywersyfikacji źródeł finansowania, a inwestorom sprawną alokację kapitału i zróżnicowane sposoby jego lokowania. Ponadto finansowanie przedsiębiorstw poprzez rynek kapitałowy zwiększa ich transparentność, kreuje standardy wśród firm oraz buduje zasoby wiedzy analitycznej o poszczególnych sektorach gospodarki. Wspieranie rozwoju krajowego rynku kapitałowego jest szczególnie istotne w przypadku słabiej rozwiniętych państw członkowskich UE, w tym Polski, m.in. ze względu na większe potrzeby inwestycyjne i mniejsze zasoby oszczędności krajowych.

Co ważne, Unia Rynków Kapitałowych zakłada eliminację ograniczeń w funkcjonowaniu rynku kapitałowego oraz wprowadzenie sprzyjających rozwiązań legislacyjnych, tak bardzo potrzebnych dziś w Polsce. To potencjał jaki niosą dla polskiej gospodarki te założenia. Zdaniem uczestników rynku kapitałowego w Polsce, stworzenie konkurencyjnego rynku wewnętrznego wymaga jednak nie tylko działań na rzecz eliminowania barier i ograniczeń w dostępie do rynku kapitałowego, lecz przede wszystkim stworzenia nowych impulsów dla jego stabilnego i zrównoważonego rozwoju.

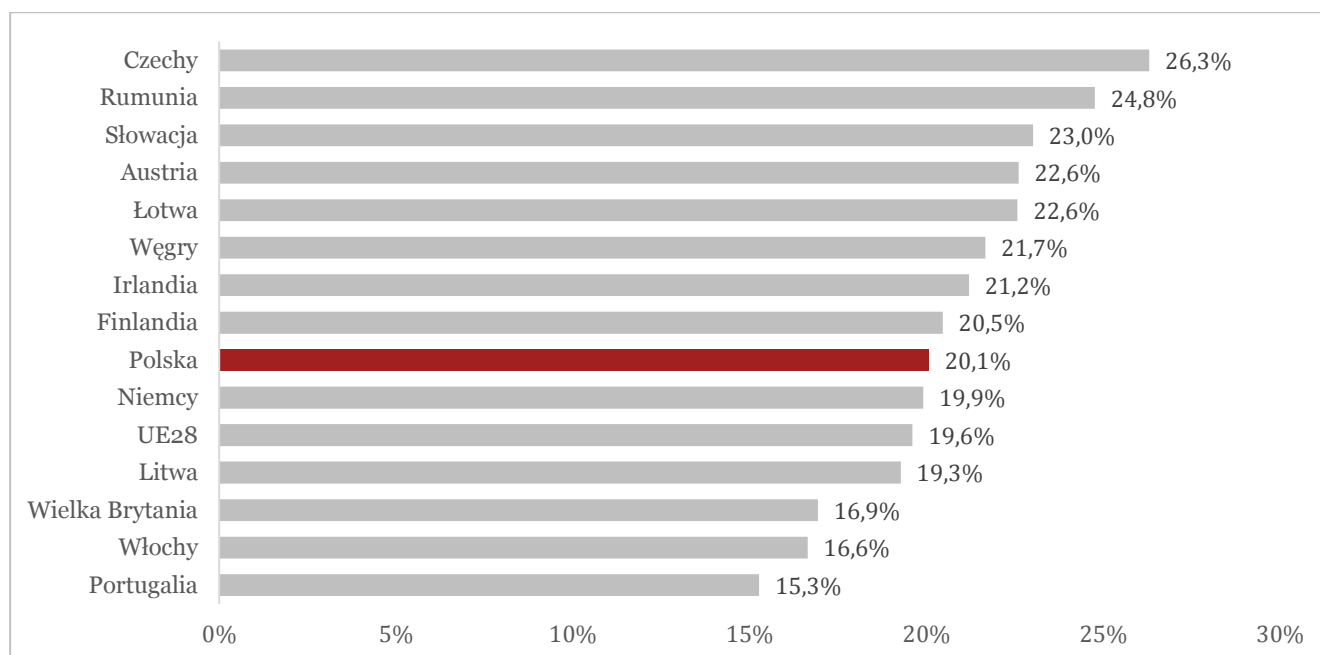
W dalszych pracach nad Unią Rynków Kapitałowych należy przede wszystkim pamiętać o zasadzie proporcjonalności oraz o etapie rozwoju poszczególnych rynków, ich wielkości i specyfice. Przyjęte rozwiązania powinny sprzyjać integracji rynków i przeciwdziałać poszerzaniu się luki pomiędzy rynkami mniej i bardziej rozwiniętymi. Koszty stałe wdrażania rozwiązań unijnych dla wszystkich firm inwestycyjnych w UE są dziś takie same, ale rynki, warunki funkcjonowania na tych rynkach, wielkość firm inwestycyjnych działających na poszczególnych rynkach różnią się między sobą, co przekłada się na konkurencyjność tychże firm, a także rynków. Koszty wdrażania nowych rozwiązań wypracowanych w ramach Unii Rynków kapitałowych nie powinny być bardzo dotkliwe dla małych podmiotów i małych rynków. Stąd, strona polska, zarówno rząd jak i uczestnicy polskiego rynku kapitałowego, powinni rzetelnie monitorować proces tworzenia nowych rozwiązań i aktywnie w nim uczestniczyć.

2.3 Poziom oszczędności i inwestycji

2.3.1 Inwestycje ogółem

Nakłady brutto na środki trwale poniesione przez polską gospodarkę w 2015 roku przekroczyły 360 miliardów złotych, czyli jedną piątą PKB. Ich wartość z nielicznymi wyjątkami wzrasta długookresowo i w relacji do PKB prześcignęliśmy już średnią unijną. Nie może to jednak stanowić powodu do zadowolenia. To, że w relacji do PKB inwestujemy relatywnie więcej niż np. Niemcy czy Wielka Brytania, jest naturalną konsekwencją różnic w poziomie rozwoju naszych gospodarek. Oczekiwane przez społeczeństwo wyrównanie poziomu rozwoju z krajami Europy Zachodniej wymaga większego wysiłku inwestycyjnego. Poziom inwestycji w Polsce należy więc porównywać z analogicznymi wskaźnikami w krajach na podobnym do nas poziomie rozwoju. Takie porównania niestety nie wypadają już tak dobrze, jak zestawienia ze średnią unijną. Relacja nakładów na środki trwale do PKB wszystkich krajów Grupy Wyszehradzkiej jest wyższa niż w Polsce, podobnie jest także w przypadku Rumunii i Łotwy.

Rysunek 1. Relacja nakładów brutto na środki trwałe do PKB wybranych krajów Unii Europejskiej, w 2015 roku



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie Eurostat

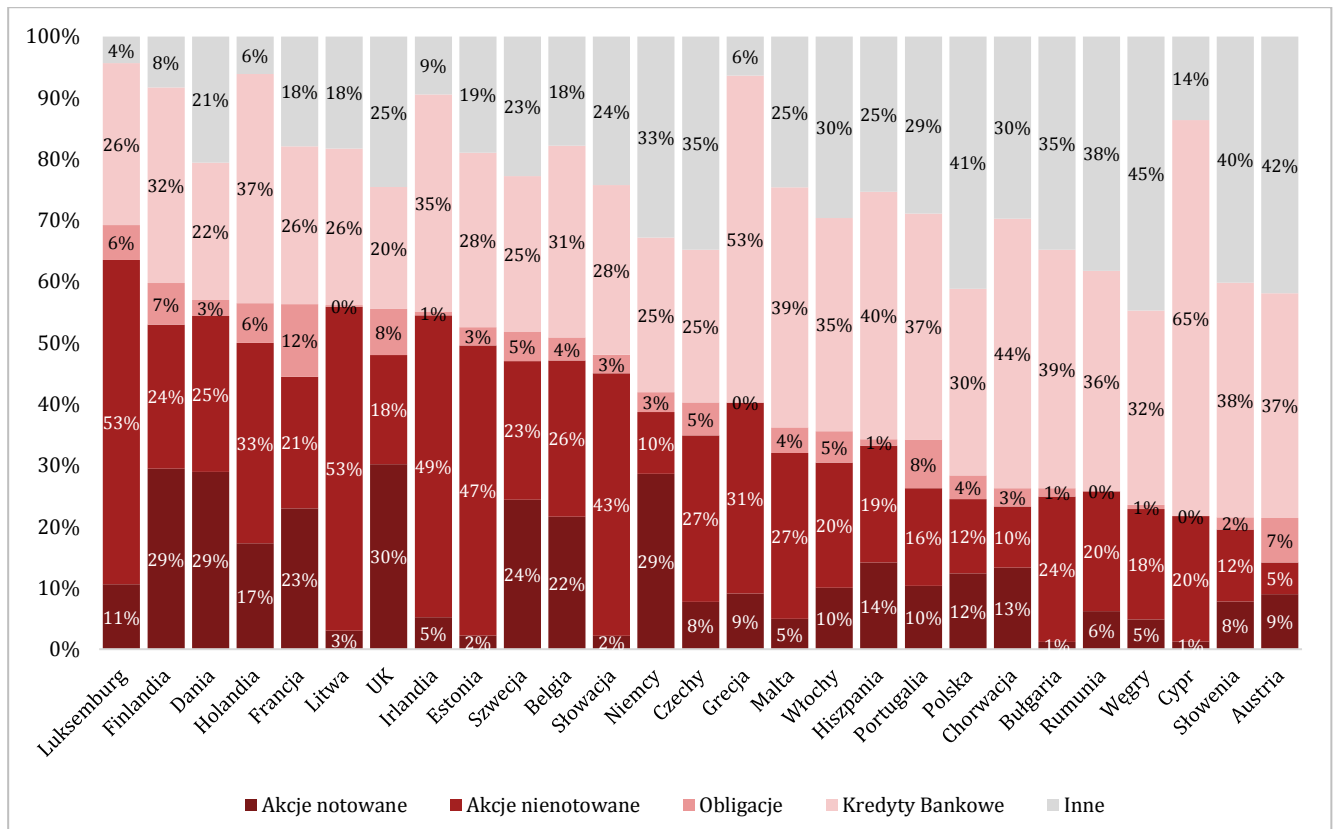
Aby relacja nakładów inwestycyjnych do PKB w Polsce była taka sama jak w Czechach nakłady na środki trwałe musiałyby być w 2015 roku wyższe o prawie jedną trzecią – 110 miliardów złotych. To mniej więcej tyle ile wynoszą w tej chwili (już zainwestowane w polską gospodarkę) środki zgromadzone w Otwartych Funduszach Emerytalnych. Aby ten poziom inwestycji został osiągnięty niezbędne jest z jednej strony zapewnienie przedsiębiorcom dogodnych warunków do działania, ułatwienie im dostępu do nowych źródeł finansowania oraz mobilizacja oszczędności krajowych, dzięki którym możliwe będzie sfinansowanie potencjalnych inwestycji. Wymaga to także sprawnie funkcjonującego rynku kapitałowego, który pozwala w bezpieczny sposób zapewnić efektywną alokację inwestycji do najbardziej konkurencyjnych firm i jednocześnie zapewnić ochronę bezpieczeństwa oszczędności.

2.3.2 Finansowanie przedsiębiorstwa

Pozyskiwanie przez przedsiębiorstwa funduszy na inwestycje poprzez emisję akcji notowanych na giełdzie jest zdecydowanie bardziej popularne w USA niż w Unii Europejskiej. Tamtejsze przedsiębiorstwa pozyskują z emisji akcji pięć razy więcej środków finansowych niż firmy z krajów europejskich⁵. W Polsce, korzystanie z rynków finansowych do finansowania inwestycji jest nie tylko mniej popularne niż w USA, ale także pozostajemy w tyle za wieloma krajami europejskimi.

⁵Green Paper Building Capital Markets Union, COM/2015/063 final

Rysunek 2. Struktura źródeł finansowania (pasywów) przedsiębiorstw w krajach UE⁶, w 2015 roku



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie Eurostat

Pod względem stopnia wykorzystania emisji akcji i obligacji w celu zdobycia środków inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa, Polska zamyka w Unii drugą dziesiątkę. Według danych EUROSTAT w strukturze finansowania (pasywów) przedsiębiorstw w Polsce, akcje i obligacje zarówno notowane, jak i nienotowane wynoszą w sumie 28%, jest to znacznie mniej niż średnia dla całej UE, którą szacujemy na 39%. Jest to także mniej niż na przykład w Czechach, na Słowacji, czy na Litwie.

Z innych badań przeprowadzonych przez Bank Światowy⁷ wynika, że w roku 2013 okresie tylko 1,8% nowych aktywów trwałych przedsiębiorstw w Polsce zostało zakupionych ze środków pochodzących z emisji akcji. Jest to ponad trzykrotnie mniej niż jeszcze w 2009 roku i o ponad połowę mniej niż na świecie i w strefie euro. Spośród krajów naszego regionu podobny wskaźnik w Czechach w roku 2013 wyniósł 2,9%, na Słowacji 4,3%, w Rumuni 4,6% w Bułgarii 3,5%, a niższy był tylko na Węgrzech 1,4%. Pokazuje to, że pomimo relatywnie znaczącego udziału akcji i obligacji w całkowitych pasywach firm, ich znaczenie dla bieżącej budowy nowych zasobów kapitałowych jest niskie.

2.3.3 Długoterminowe oszczędności

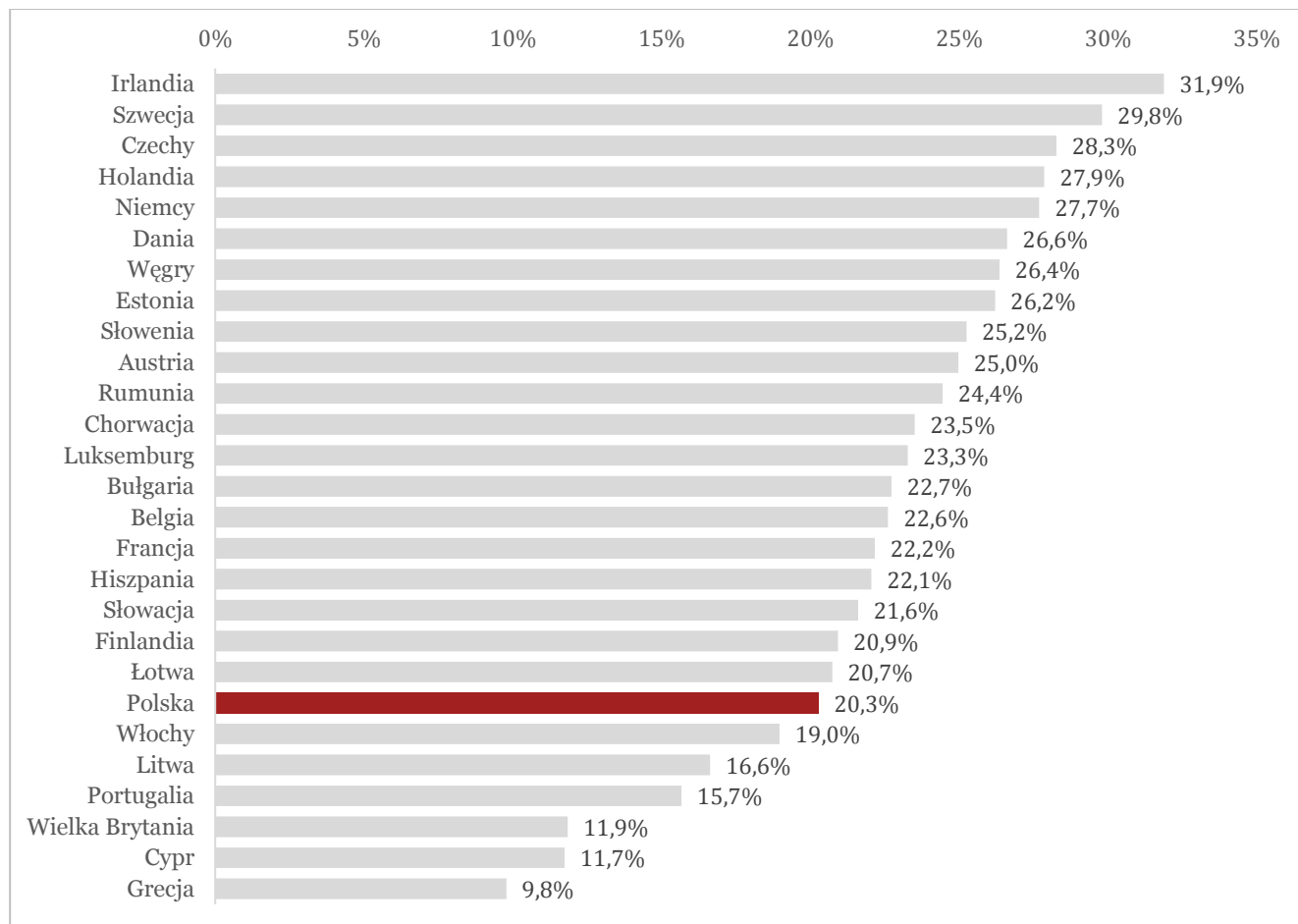
Jedną z przyczyn, dla których poziom inwestycji w Polsce odbiega znacząco od potrzeb rozwojowych jest bardzo niski poziom oszczędności w naszym kraju. Według danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego poziom oszczędności krajowych w Polsce w relacji do PKB wyniósł w roku 2015 20,3% i był to jeden z najniższych wyników w Unii Europejskiej. Spośród krajów UE o podobnym do nas poziomie rozwoju, niższy miała jedynie Litwa, a podobny (niewiele wyższy) Łotwa oraz Słowacja. Na przykład oszczędności czeskie są w relacji do PKB o 40% wyższe niż polskie, a węgierskie o 30%. Niski poziom oszczędności krajowych stanowi poważną barierę

⁶ Brak danych dla Łotwy.

⁷ Bank Światowy, <http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>

dla bezpiecznego wzrostu aktywności inwestycyjnej w długim okresie. Oznacza on bowiem konieczność finansowania inwestycji poprzez napływ środków zagranicznych. Stałe finansowanie inwestycji dzięki kapitałowi zagranicznemu wpływa negatywnie na stabilność makroekonomiczną oraz uzależnia zdolności rozwojowe kraju od sentymentów na globalnym rynku inwestycyjnym. Problem ten został także dostrzeżony przez autorów Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju.

Rysunek 3. Relacja oszczędności krajowych do PKB w krajach UE w roku 2015

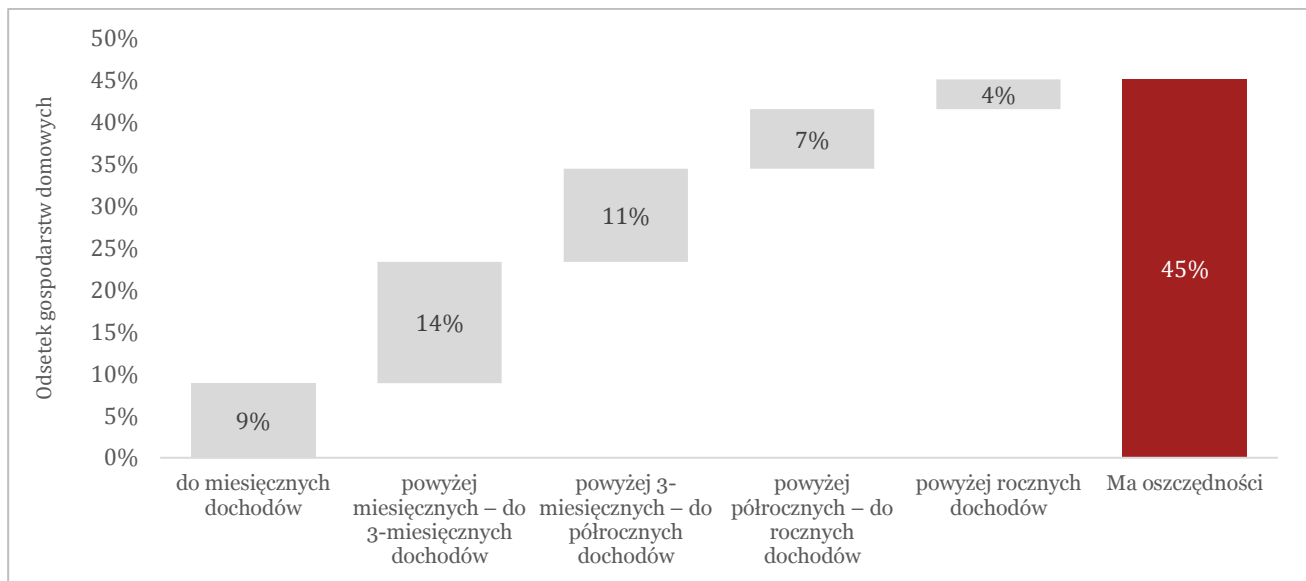


Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

Jedną z głównych przyczyn niskiego poziomu oszczędności ogółem w polskiej gospodarce jest bardzo niska skłonność do oszczędzania gospodarstw domowych. Relacja oszczędności gospodarstw domowych do PKB w Polsce wypada gorzej niż relacja oszczędności całkowitych. W Polsce według danych EUROSTAT wynosi ona jedynie 1,1% PKB, podczas gdy średnia europejska wynosi 6,6%. W większości krajów naszego regionu gospodarstwa domowe oszczędzają ponad 5-6 krotnie więcej niż w Polsce. Choć dane te nie muszą w pełni oddawać rzeczywistej skali oszczędności polskich gospodarstw domowych (nie są w nich na przykład ujęte środki zgromadzone w Otwartych Funduszach Emerytalnych), to dobrze pokazują pozycję Polski na europejskiej mapie oszczędności.

Według Diagnozy Społecznej z roku 2015, posiadanie oszczędności deklaruje tylko 45,1% gospodarstw domowych w Polsce. To co prawda o ponad 6 punktów procentowych więcej niż pięć lat wcześniej lecz nadal stosunkowo niewiele. Choć poprawia się także struktura wielkościowa oszczędności – rośnie liczba gospodarstw, które zaoszczędziły więcej niż swoje 3-miesięczne dochody, to wciąż 55% gospodarstw deklaruje posiadanie oszczędności poniżej tego progu.

Rysunek 4. Oszczędności gospodarstw domowych



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie *Diagnozy Społecznej 2015*.

Drugim negatywnym, z punktu widzenia rozwoju rynku kapitałowego, aspektem dotyczącym oszczędności gospodarstw domowych jest ich struktura. Najczęściej wskazywane są płynne bankowe instrumenty, czyli gotówka, lokaty i konta oszczędnościowe. Po akcje i obligacje Polacy sięgają bardzo rzadko, częściej wybierają formę pośredniego inwestowania w te instrumenty poprzez jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych.

Niski poziom oszczędności i jednocześnie niska skłonność do ich lokowania na rynku kapitałowym wynika przede wszystkim z niewielkiej wiedzy ekonomicznej Polaków. Według badania NBP ponad połowa Polaków ocenia ją, jako słabą lub bardzo słabą. W przypadku wiedzy o inwestowaniu i instrumentach inwestycyjnych źle swoją wiedzę ocenia już 67% respondentów a jedynie 7% jako dobrą i bardzo dobrą⁸. W takiej sytuacji niewiele jest osób świadomie podejmujących decyzje o inwestowaniu w papiery wartościowe. Fundusze inwestycyjne częściej nabywamy za pośrednictwem i poradą doradców finansowych lub korzystając z dodatkowych do posiadanego konta usług naszego banku.

⁸ Stan wiedzy i świadomości ekonomicznej Polaków 2015, Konsorcjum Pracownia Badań i Innowacji Społecznych „Stocznia” i Grupa IQS dla Departamentu Edukacji i Wydawnictw NBP.

Rysunek 5. Formy oszczędzania gospodarstw domowych posiadających oszczędności



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie *Diagnozy Społecznej 2015*

Inną przyczyną rzadkiego korzystania z papierów wartościowych przy gromadzeniu oszczędności jest ich cel. Większość oszczędzających osób robi to, aby zabezpieczyć się na wypadek nieprzewidzianych wydatków – deklaruje tak 72,1% osób posiadających oszczędności. Oznacza to, iż motywy, które kierują oszczędzającymi nie są związane z długookresową akumulacją kapitału. Zabezpieczenie na starość jest, co prawda drugim wskazywanym powodem oszczędzania, ale deklaruje tak o połowę mniej respondentów. Niewiele mniej osób zadeklarowało, że oszczędności gromadzi na bieżące wydatki konsumpcyjne i wypoczynek.⁹ W takiej sytuacji, przechowywanie oszczędności w płynnych aktywach jest jak najbardziej zasadne, jednak mając na uwadze demograficzne wyzwania stojące przed naszym systemem emerytalnym nadal mała popularność dodatkowego zabezpieczania starości może niepokoić.

2.4 Podsumowanie uwarunkowań makroekonomicznych

Polska jest krajem z jedną z najniższych w Unii Europejskiej stóp inwestycji i oszczędności. Wskazuje to na, z jednej strony nieodpowiadający wyzwaniom rozwojowym, poziom aktywności inwestycyjnej, z drugiej strony brak środków krajowych, które mogłyby te inwestycje sfinansować.

Aktywność inwestycyjna w Polsce, podobnie jak w innych krajach Unii Europejskiej, jest w znacznym stopniu uzależniona od finansowania bankowego. Oznacza to niewystarczający poziom zaspokojenia potrzeb inwestycyjnych, szczególnie dla przedsięwzięć innowacyjnych oraz małych i średnich przedsiębiorstw, które ze zrozumiałych względów nie są predystynowane do uzyskania finansowania bankowego w atrakcyjnej cenie.

Rozwój europejskiego rynku kapitałowego, będący odpowiedzią na to wyzwanie jest jednym z głównych celów planowanej Unii Rynków Kapitałowych. Istnieją jednak poważne i uzasadnione obawy, że regulacje wprowadzane w ramach realizacji tego projektu nie będą w pełni dostosowane do stadium rozwoju w jakim znajduje się polski rynek kapitałowy i jego instytucje. Dlatego trzeba monitorować postępy prac nad tym projektem tak, aby nie wpłynął on negatywnie na rozwój lokalnych firm inwestycyjnych.

⁹ *Stan wiedzy i świadomości ekonomicznej Polaków 2015*, konsorcjum Pracownia Badań i Innowacji Społecznych „Stocznia” i Grupa IQS dla Departamentu Edukacji i Wydawnictw NBP.

Wyzwania stojące przed polskim rynkiem kapitałowym są dostrzeżone w przyjętej ostatnio przez rząd Strategii na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju. Zakłada ona wsparcie dla rozwoju instytucji rynku kapitałowego w Polsce. Mobilizacja krajowych oszczędności ma nastąpić dzięki przekształceniu części środków zgromadzonych w OFE w aktywa prywatne oszczędzających ulokowane w Otwartych Funduszach Inwestycyjnych oraz dzięki wsparciu dla tworzenia III filara systemu emerytalnego. Regulacje rynku kapitałowego mają z jednej strony zwiększać jego atrakcyjność dla przedsiębiorców poszukujących finansowania, a z drugiej poprawiać atrakcyjność polskiego rynku z punktu widzenia długookresowych inwestorów zagranicznych. Działania regulacyjne mają być wsparte programem edukacyjnym i marketingowym.

Nie wydaje się jednak, aby cele te były możliwe do osiągnięcia bez silnej pozycji na polskim rynku lokalnych instytucji rynku kapitałowego, w tym przede wszystkim lokalnych domów maklerskich, których rolę na rynku kapitałowym opisujemy pokrótce poniżej.

3 Rola domów maklerskich na rynku kapitałowym

Domy maklerskie odgrywają istotną funkcję w rozwoju rynku kapitałowego i gospodarki kraju.

Domy maklerskie doradzają i pozyskują kapitał dla przedsiębiorstw.

Obsługują zarówno inwestorów instytucjonalnych, którzy kupują znaczne pakiety akcji, jak i drobnych inwestorów indywidualnych, którzy mogą zgłosić chęć zakupu choćby najmniejszej możliwej liczby papierów wartościowych. Domy maklerskie doradzają krajowym funduszom inwestycyjnym, towarzystwom emerytalnym, inwestorom indywidualnym, inwestorom zagranicznym. Pełnią rolę doradcy pomiędzy przedsiębiorstwem a inwestorem w pozyskiwaniu kapitału na rynku pierwotnym i w zakupie lub sprzedaży akcji na rynku wtórnym, co ma kluczowe znaczenie dla małych i średnich przedsiębiorstw, szczególnie na początkowym etapie ich rozwoju.

Domy maklerskie prowadzą również działalność w zakresie doradztwa inwestycyjnego, którego istotą jest budowanie portfeli aktywów, poprzedzone dokładnym badaniem potrzeb i celów klientów, a także akceptowalnego przez nich poziomu ryzyka. Domy maklerskie dokonują analizy sytuacji finansowej klienta, a następnie doradzają mu w kwestii wyboru adekwatnej strategii inwestycyjnej, czy powinna być ona bardziej agresywna, czy zrównoważona oraz odpowiednio zdywersyfikowana pomiędzy różnych zarządzających aktywami, czy też różne klasy aktywów, branże, regiony itd. Dodatkowo klient może powierzyć im prowadzenie portfela i aktywne zarządzanie jego alokacją w zależności od sytuacji rynkowej.

Domy maklerskie zapewniają pokrycie analityczne spółek notowanych na giełdzie.

Inwestorom w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych pomagają działy analityczne domów maklerskich, które zajmują się przygotowaniem analiz oraz rekomendacji giełdowych. Obserwują one panujące trendy na rynku, analizują zachowania indeksów giełdowych oraz cen surowców i ich wpływ na spółki i branże. Dodatkowo wydają rekomendacje wynikające z analizy rynku i branży, w której działa dana spółka, czynników otoczenia, które mają na nią wpływ oraz oceny ryzyka związanego z jej działalnością. Oceniają także perspektywy rozwojowe spółek na podstawie danych finansowych. Na podstawie tej wieloaspektowej analizy dokonują wyceny walorów związanych z daną spółką. W rekomendacjach przewidują jak ukształtuje się kurs akcji danej spółki i jaka będzie oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje w przeciągu określonego czasu, tym samym czy dana spółka jest atrakcyjna do zakupu, czy inwestor powinien rozważyć jej sprzedaż.

Jest to jeden z najważniejszych czynników atrakcyjności danego rynku kapitałowego zarówno dla inwestorów krajowych, jak i zagranicznych.

Domy maklerskie pełnią kluczową rolę w procesie pierwszej oferty publicznej (dalej „IPO”) prowadzonej na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych, a także NewConnect.

Zgodnie z ustawą o ofercie publicznej, udział domu maklerskiego w takim procesie jest niezbędny. Do obowiązków domu maklerskiego należy wtedy m.in. przeprowadzenie finansowego i biznesowego *due diligence*, które jest jednym z najważniejszych obszarów każdego procesu IPO. Jego celem jest wyodrębnienie rodzajów ryzyka związanego z emitentem i jego działalnością oraz określenie działań niezbędnych do ich eliminacji, a także przygotowanie części ofertowych prospektu emisyjnego.

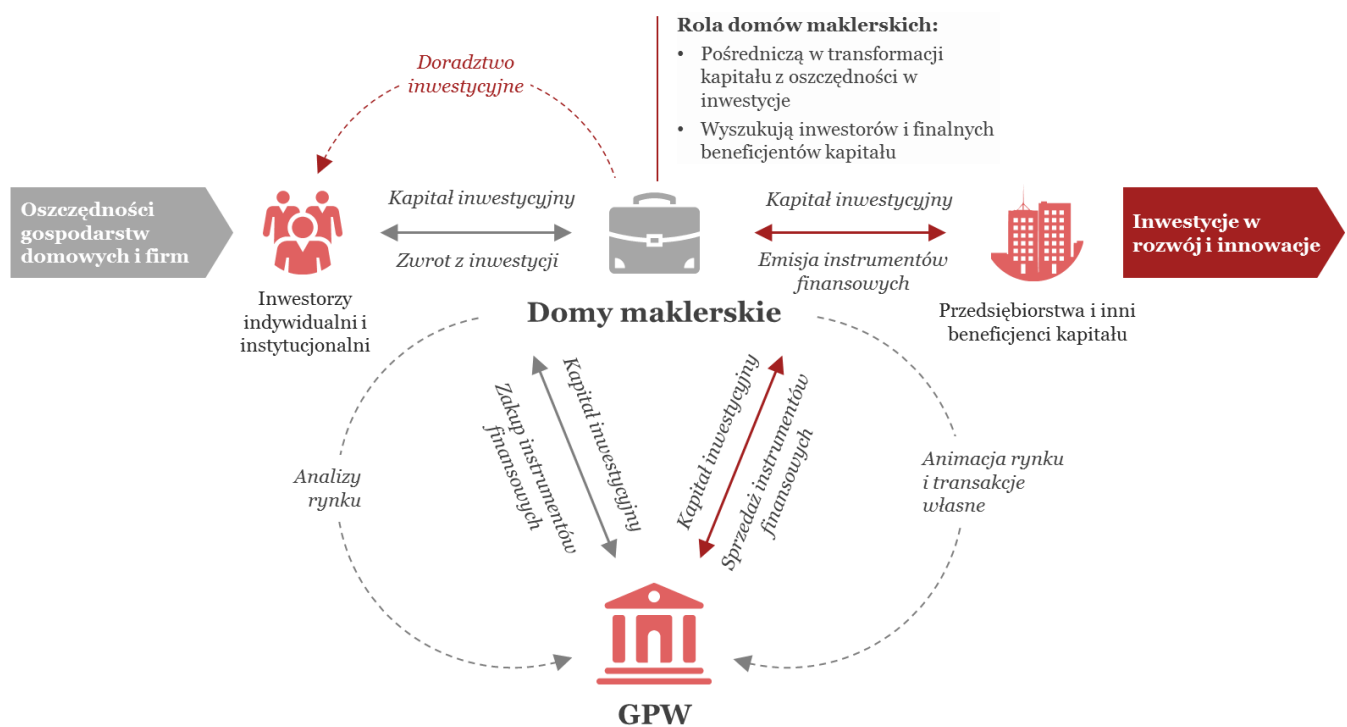
Domy maklerskie są instytucjami zaufania publicznego.

Podlegają one licencjonowaniu i nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego (KNF), podobnie jak zatrudniani maklerzy i doradcy inwestycyjni. Przed ryzykiem niewypłacalności domu maklerskiego chroni inwestora system rekompensat. Elementy te należą do zespołu czynników gwarantujących bezpieczeństwo obrotu i środków finansowych inwestora.

Tworzą wysokiej jakości miejsca pracy. Branża zatrudnia analityków finansowych, maklerów, doradców inwestycyjnych, specjalistów od ewidencji papierów wartościowych, finansistów.

Celem rynku kapitałowego jest dostarczanie finansowania dla firm poszukujących środków na rozwój. Dzięki domom maklerskim oszczędności Polaków inwestowane w funduszach emerytalnych i inwestycyjnych, a także w inwestycjach bezpośrednich finansują rozwój przedsiębiorstw, a tym samym rozwój gospodarki.

Schemat 1. Rola domów maklerskich w finansowaniu inwestycji lokalnymi oszczędnościami poprzez rynek kapitałowy.



Źródło: Opracowanie PwC

Sprawne i niezakłócone działanie domów maklerskich jest więc warunkiem koniecznym poprawnego funkcjonowania rynku kapitałowego. Jest także jednym z kluczowych elementów konkurencyjności gospodarki zdefiniowanej, jako zdolność do finansowania potrzeb kapitałowych przedsiębiorstw. Aby sprawnie obsługiwać klientów, jednocześnie zapewniając transparentność i bezpieczeństwo realizowanych przy udziale domów maklerskich transakcji, domy maklerskie muszą zatrudniać odpowiednią liczbę specjalistów, a więc muszą mieć możliwość osiągnięcia przychodów.

Dziś lokalne domy maklerskie, muszą konkurować na relatywnie niewielkim rynku polskim z instytucjami finansowymi, działającymi także na największych rynkach europejskich. Konkurencja ta będzie bardzo utrudniona, w sytuacji znacznego pogorszenia warunków funkcjonowania krajowych domów maklerskich, który prowadzi do spadku rentowności ich działalności. Musi to bowiem prowadzić, albo do spadku konkurencji na polskim rynku, albo do redukcji skali działania lokalnych domów maklerskich, albo do pogorszenia jakości dostarczanych usług, albo do kombinacji tych negatywnych efektów.

Polski rynek finansowy musi być z jednej strony bezpieczny, z drugiej konkurencyjny wobec rynków zagranicznych, gdyż tylko taki będzie mógł wesprzeć odpowiedzialny rozwój naszego kraju. Warunkiem rozwoju silnego krajowego rynku finansowego jest zapewnienie mu zdolności do skutecznego konkurowania o inwestorów i ich kapitał.

Jednym z kluczowych elementów konkurencyjności jest możliwość oferowania inwestorom pełnej, zróżnicowanej i atrakcyjnej oferty instrumentów finansowych. Aby ją tworzyć niezbędna jest silna, innowacyjna branża krajowych domów maklerskich rozwijających, bez barier, także ofertę dla inwestorów rynku OTC.

Rynek OTC jest ważną częścią rynku finansowego. Cieszy się zainteresowaniem świadomych inwestorów, którzy poszukują oferty atrakcyjnej, elastycznej i zapewniającej zróżnicowane możliwości budowania strategii inwestycyjnych. Inwestorzy rynku OTC akceptują charakterystyczny dla tego rynku, podwyższony poziom ryzyka i oczekują pełnego, swobodnego dostępu do oferty krajowych firm inwestycyjnych. Rolą tych ostatnich jest zaś jej zapewnienie, w wariacie nie mniej konkurencyjnej niż ta, którą oferują firmy zagraniczne.

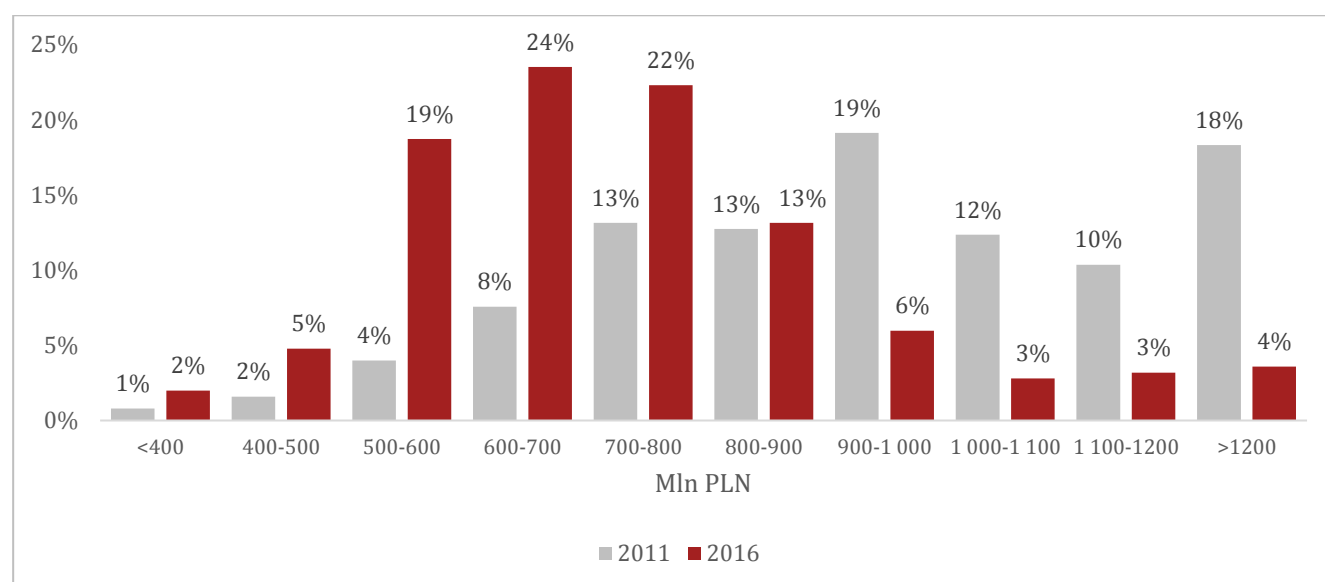
Udział rynku OTC w wynikach domów maklerskich stale rośnie. Dzięki usługom świadczonym na rynku OTC, domy maklerskie mogą przetrwać okres gorszej koniunktury na rynku. Dlatego sprzeczne z ideą tworzenia silnego polskiego rynku kapitałowego byłoby wprowadzanie rozwiązań ograniczających dostęp Polakom do konkurencyjnej oferty innowacyjnych instrumentów finansowych. Tego typu rozwiązania mogłyby skutkować skierowaniem polskich inwestorów i ich kapitału w kierunku zagranicznych podmiotów finansowych, co nie jest zjawiskiem pożądanym, ani dla polskiej gospodarki, ani dla inwestorów.

4 Sytuacja rynkowa domów maklerskich w Polsce

4.1 Zmiany przychodów i kosztów domów maklerskich w ostatnich latach

Ostatnie lata były dla polskiego rynku kapitałowego oraz działających na nim domów maklerskich trudne. **Do końca 2016 roku obserwowaliśmy wyraźny trend spadkowy obrotów na GPW.** Jeszcze w 2011 roku, większość obrotów dziennych utrzymywała się na poziomie większym niż 950 milionów złotych, podczas gdy w 2016 ten sam wskaźnik wyniósł już tylko 700 milionów. Po pojawieniu się zarysu Planu Budowy Kapitału, gdzie określono przyszłość OFE, obroty na GPW wyraźnie wzrosły i zaczęły zbliżać się do tych sprzed kilku lat.

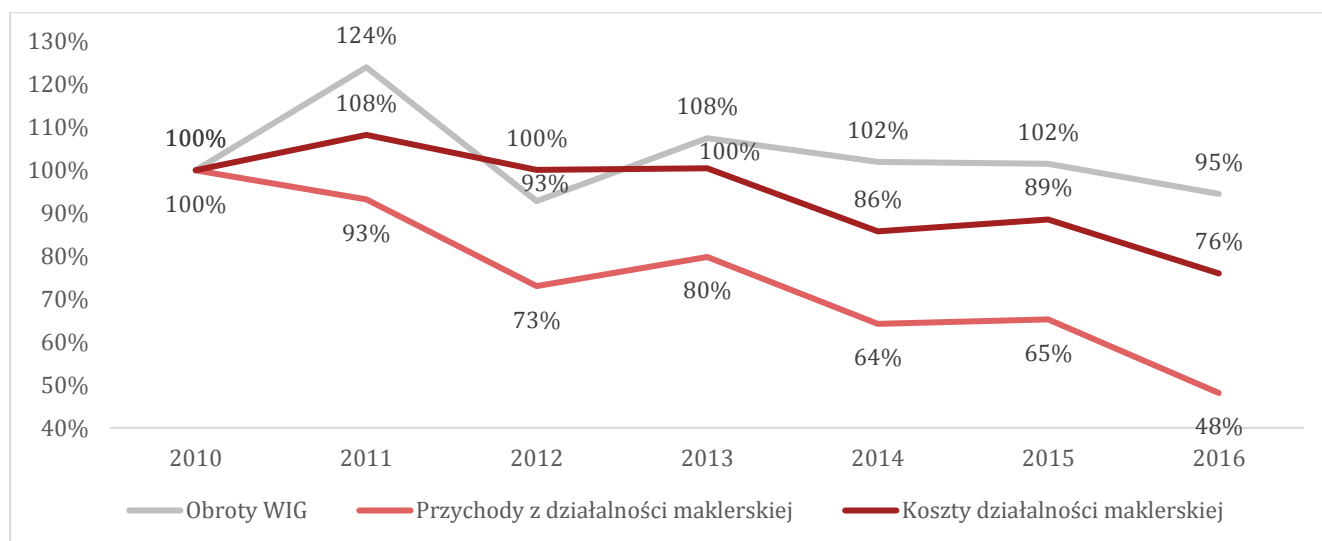
Rysunek 6. Porównanie rozkładu dziennych obrotów w 2011 i 2016 roku



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie danych GPW

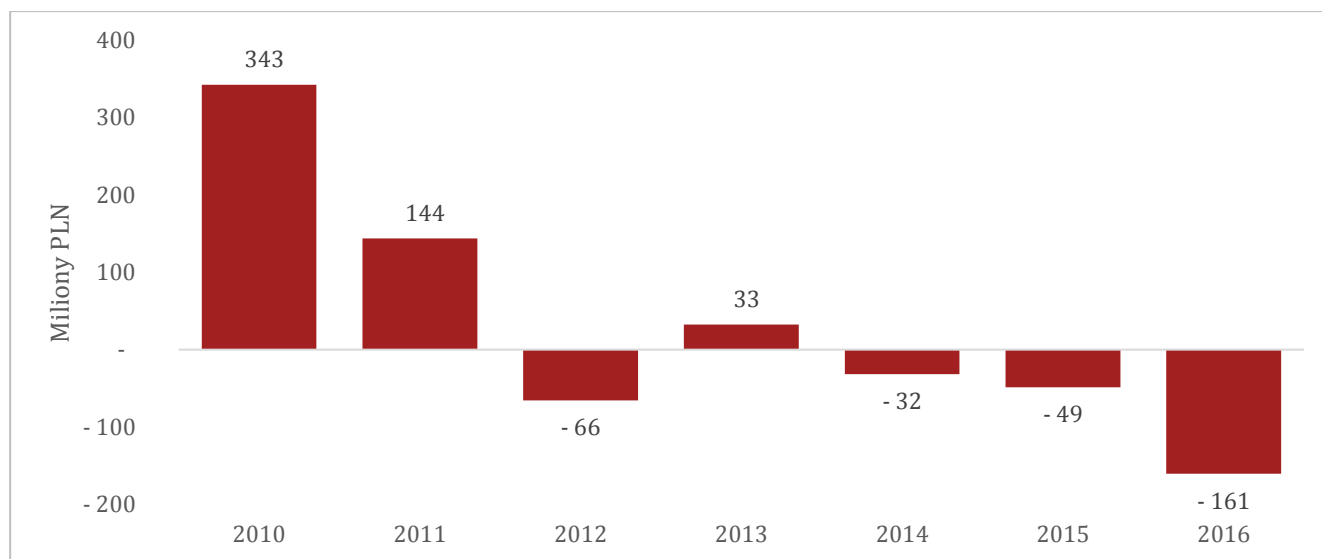
Wciąż jednak poprawa ta nie jest wystarczająca, aby w znaczący pozytywny sposób wpłynąć na przychody domów maklerskich z podstawowej działalności firm inwestycyjnych. Najbardziej dotkliwe są spadki w obszarze działalności maklerskiej, czyli np. oferowania instrumentów finansowych, czy obsługi rachunków klientów. Wynika to z dużego udziału kosztów stałych i niewielkich możliwości ich ograniczania. Sprawia to, że **o ile przychody z działalności maklerskiej spadły między 2010 a 2016 rokiem o 52%, to koszty z tego obszaru spadły tylko o 24%.**

Rysunek 7. Zmiana przychodów i kosztów domów maklerskich oraz obrotów na WIG (Indeks, 2010=100%)



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie KNF i GPW.

Rysunek 8. Wynik na działalności maklerskiej w latach 2010-2016



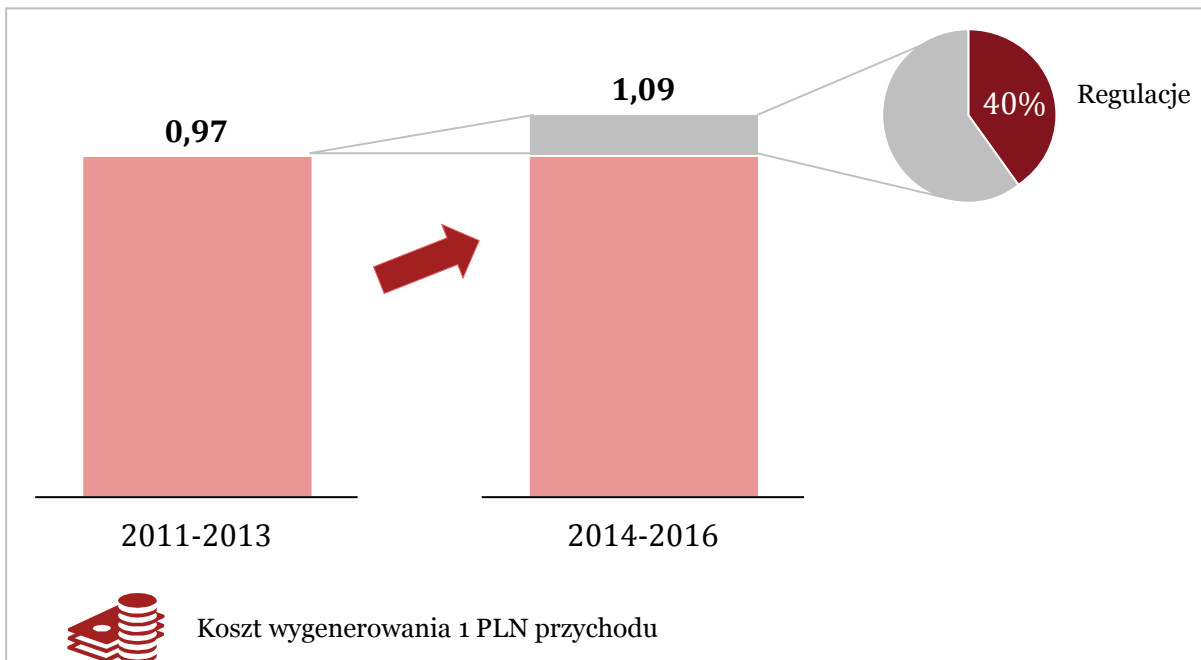
Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie KNF

Po 2011 roku domy maklerskie tylko raz odnotowały zysk na działalności maklerskiej. **Od roku 2014 do 2016 straty na podstawowej działalności nieprzerwanie rosły wynosząc odpowiednio: 30, 50 i 160 milionów złotych. Może to prowadzić do sytuacji, w której działalność, z jaką utożsamiane są powszechnie domy maklerskie stanie się trwale deficytowa.**

Średnio w latach 2011-2013 wygenerowanie jednej złotówki przychodów z tej działalności wymagało poniesienia średnich kosztów na poziomie 97 groszy, a latach 2014-2016 ten średni koszt kształtował się na poziomie 1,09 złotych. Nasi respondenci szacują przeciętnie, **że ok. 40% tego wzrostu jest wynikiem dostosowania się do nowych regulacji.** Tendencja ta może być nieco słabsza w przypadku biur maklerskich operujących w strukturach banków. Korzystają one z faktu, że podlegają tym samym obowiązkom co banki, więc ich koszty rozkładają się na całą strukturę. **Nadmierne regulacje są głównym powodem rosnących kosztów jednostkowych działalności maklerskiej.**

Domy maklerskie radzą sobie z tym problemem dzięki znaczącej poprawie efektywności innych rodzajów działalności, w tym przede wszystkim operacji na instrumentach finansowych przeznaczonych do obrotu, w tym na rynku FOREX. W latach 2011-2013 uzyskanie 1 złotówki przychodu z tej działalności generowało przeciętnie 72 grosze kosztów. Analogiczny średni koszt w latach 2014-2016 wyniósł już jedynie 21 groszy. Z operacji na instrumentach finansowych przeznaczonych do obrotu w latach 2011-2013 pochodziło średnio 47% zysku brutto, a w latach 2014-2016 udział ten wynosił już średnio 81%. Oznacza to, że domy w coraz większym stopniu utrzymują się z działania na własny rachunek

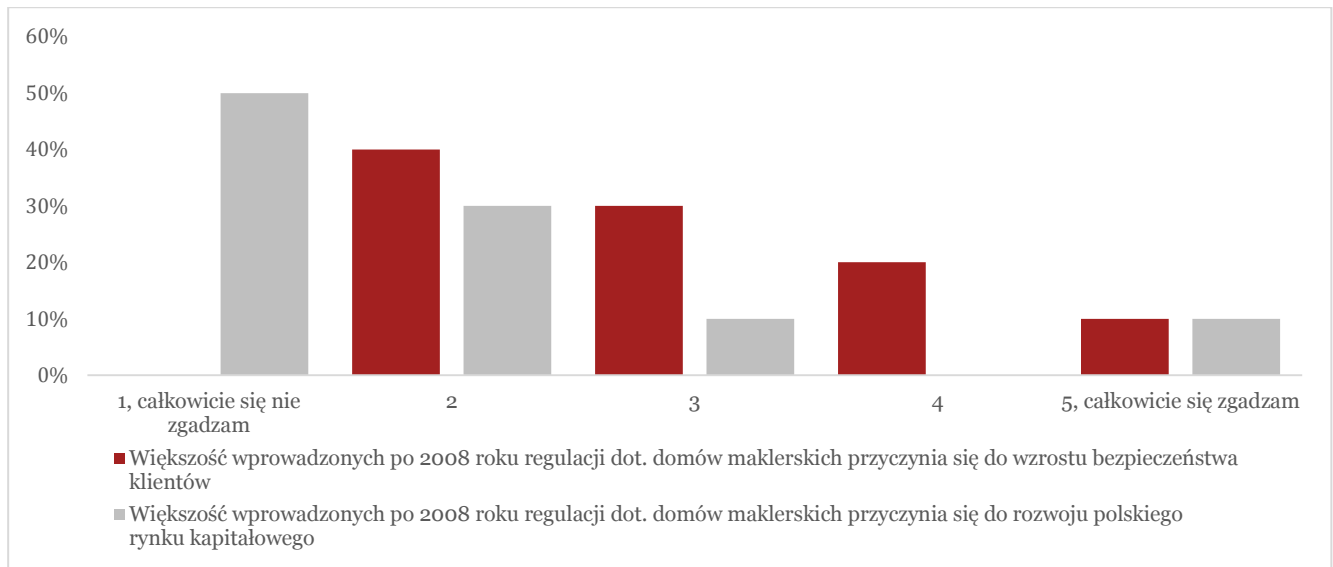
Schemat 2. Rola czynnika regulacyjnego w zmianie kosztu wygenerowania jednego złotego przychodu z działalności maklerskiej w ostatnich latach



Źródło: Opracowanie własne PwC

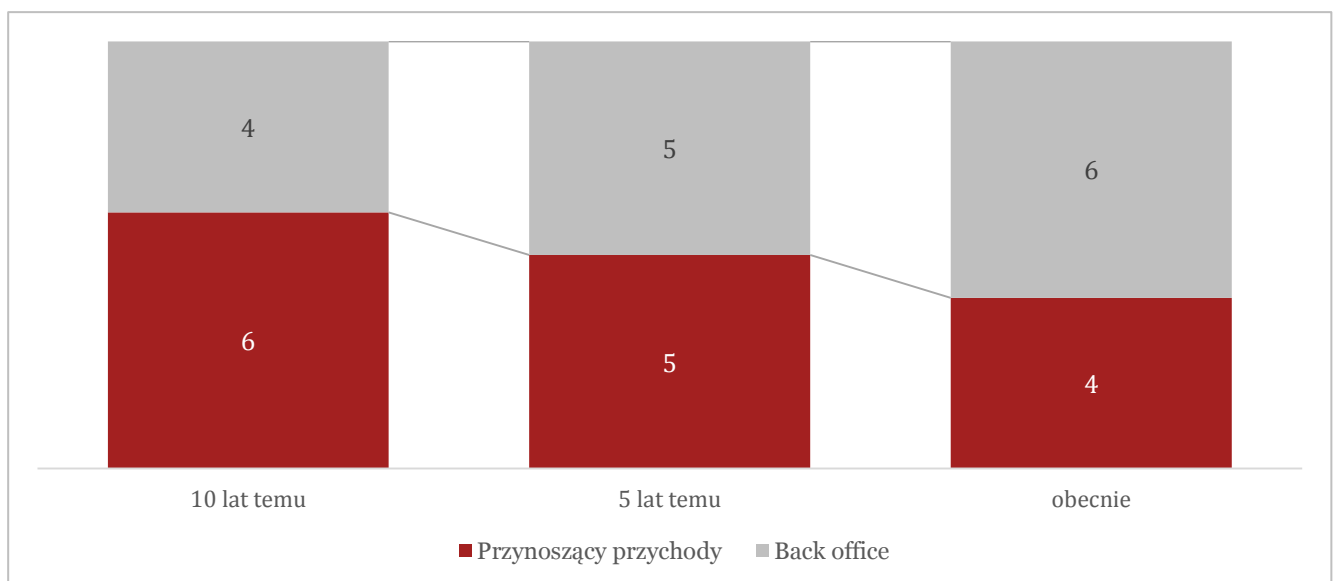
Przykładem kosztochłonnej regulacji, wskazywanej przez domy maklerskie, jest kwestia outsourcingu, uregulowana w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. Dzięki bardzo restrykcyjnemu podejściu regulatora do powszechnie stosowanych rozwiązań informatycznych opartych o outsourcing lub danych w chmurze, polskie domy maklerskie skazane są na droższe w zakupie i utrzymaniu oprogramowanie wraz z serwerami i ludźmi do ich obsługi. W zamyśle regulatora, regulacje te miały lepiej chronić klientów, poprawiać bezpieczeństwo transakcji i danych osobowych. Trudno jednak zakładać, że domy maklerskie lub inne przedsiębiorstwa nieinformatyczne były w stanie zapewnić lepsze i bezpieczniejsze rozwiązania niż wyspecjalizowane firmy IT. Jednoznaczne jest natomiast to, że utrzymanie takich usług wewnątrz struktur domów maklerskich powoduje, iż klienci płacą za bezpieczeństwo nieproporcjonalnie więcej. Same domy maklerskie nie dostrzegają, aby regulacje te znacząco poprawiały rzeczywiste bezpieczeństwo klientów. Zdecydowanie negatywne jest natomiast postrzeganie ich roli dla rozwoju rynku.

Rysunek 9. Ocena zmian regulacyjnych w Polsce w ostatnich latach przez przedstawicieli domów maklerskich zrzeszonych w IDM



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie badania wśród członków IDM.

Rysunek 10. Zmiana struktury zatrudnienia domów maklerskich



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie badania wśród członków IDM.

W strukturze zatrudnienia wyraźnie widać też zmieniającą się proporcję pomiędzy liczbą pracowników w działach przynoszących dochód, czyli m.in. maklerami, analitykami, a pracownikami back office, czyli np. pracownikami IT, compliance i działu ryzyka, których zatrudnienie wynika z obowiązków regulacyjnych. Tylko w ciągu ostatnich 5 lat średnia relacja zatrudnienia pomiędzy tymi grupami zmieniła się z około 50:50 na około 60:40 na korzyść back office, co przy relatywnie niewielkiej skali zatrudnienia w domach maklerskich jest już przesunięciem znaczącym. Z wywiadów z przedstawicielami domów maklerskich wynika, że trend ten trwa od czasów wdrożenia MIFiD I. **W ciągu 10 lat, proporcje zatrudnienia pomiędzy działami generującymi przychód i back officem odwróciły się – z 6:4 na 4:6, czyli obecnie na jednego pracownika sprzedaży przypada 1,5 pracownika back office.**

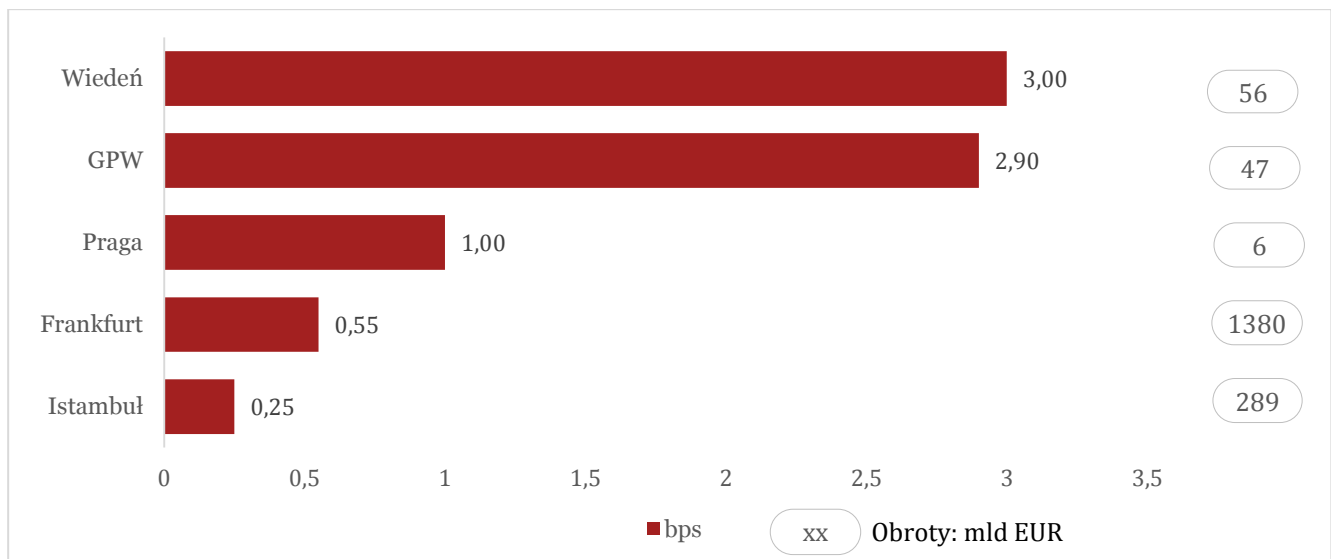
4.2 Koszty transakcyjne GPW

Jednym z często poruszanych aspektów funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce są wysokie ceny transakcyjne na GPW.

Według oficjalnych cenników giełd w naszym regionie z lutego 2017 roku GPW przeciętna opłata transakcyjna, nie biorąc pod uwagę opłat stałych oraz opłat za rozliczenie transakcji na GPW wynosi około 2,1 punktu bazowego. Niższe opłaty (1,4 bp) są tylko na giełdzie w Budapeszcie, nieco wyższe (2,4 bp), ale na podobnym poziomie są w Wiedniu. Ceny transakcyjne na giełdach w Bratysławie, Bukareszcie, czy Pradze są 2-3 krotnie wyższe niż w Warszawie. Te cenniki skierowane są jednak do klientów indywidualnych, którzy nie stanowią o istotnym odsetku obrotów.

Znacznie bardziej miarodajne są rzeczywiste koszty ponoszone przez klientów instytucjonalnych, które nie są publicznie dostępnymi informacjami. Dla potrzeb tego raportu zostały nam one przekazane przez uczestniczące w badaniu domy maklerskie.

Rysunek 11. Opłata za zlecenie na sprzedaż/zakup akcji (Bps) dla średniej wielkości brokerów według danych zabranych przez domy maklerskie oraz roczne obroty na rynku akcji w 2016 roku



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie informacji przekazanych przez domy maklerskie biorące udział w badaniu

Według tego zestawienia GPW jest rzeczywiście tańsza dla przeciętnego brokera niż giełda wiedeńska, choć ta oferuje znacznie niższe ceny (1bps) dla wybranych największych uczestników będących tzw. market makers. Giełda warszawska jest jednak znacznie droższa niż giełdy w Pradze, Frankfurcie lub Istambule.

Zestawienie to nie bierze od uwagę indywidualnych uwarunkowań, czy upustów, pokazuje jednak, że nawet biorąc pod uwagę niewielką w szczególności w porównaniu z Istambułem, czy Frankfurtem skalę obrotów, ceny na GPW nie należą do niskich. **Szczególnie istotne wydaje się tu porównanie z Istambułem, który, choć osiągane tam obroty są ponad 5-krotnie większe, traktowany jest przez inwestorów, jako bezpośrednia konkurencja dla Warszawy.** Wydaje się więc, że choć trudno byłoby twierdzić, że wysokie ceny na GPW są jednym z głównych elementów blokujących rozwój rynku, to na pewno dzięki ich obniżeniu jej atrakcyjność znacznie by wzrosła.

Podczas XVII konferencji Izby Domów Maklerskich w Bukowinie pojawiały się nawet postulaty *delistingu* GPW i uczynienia z niej instytucji infrastrukturalnej o charakterze „not for profit”. Choć krok taki wydaje się mało prawdopodobny, a jego podjęcie wymagałoby głębokich analiz i konsultacji, to spotkał się on z poparciem większości uczestników konferencji.

Poruszając temat kosztów transakcyjnych na GPW nie można także nie wspomnieć o skutkach wprowadzonego w 2014 r. nowego systemu transakcyjnego UTP. Sama decyzja o przejściu na nowoczesny i wydajny system była potrzebna, choć na razie nie wydaje się, aby w istotny sposób wpłynęła ona na wzrost wartości obrotów. Jednocześnie jednak na pewno wiąże się ona z dodatkowymi kosztami dla domów maklerskich. Według szacunków domów maklerskich roczny dodatkowy koszt dla całej branży sięga około 30 milionów złotych rocznie. Jest to koszt szczególnie trudny do udźwignięcia dla mniejszych graczy na rynku.

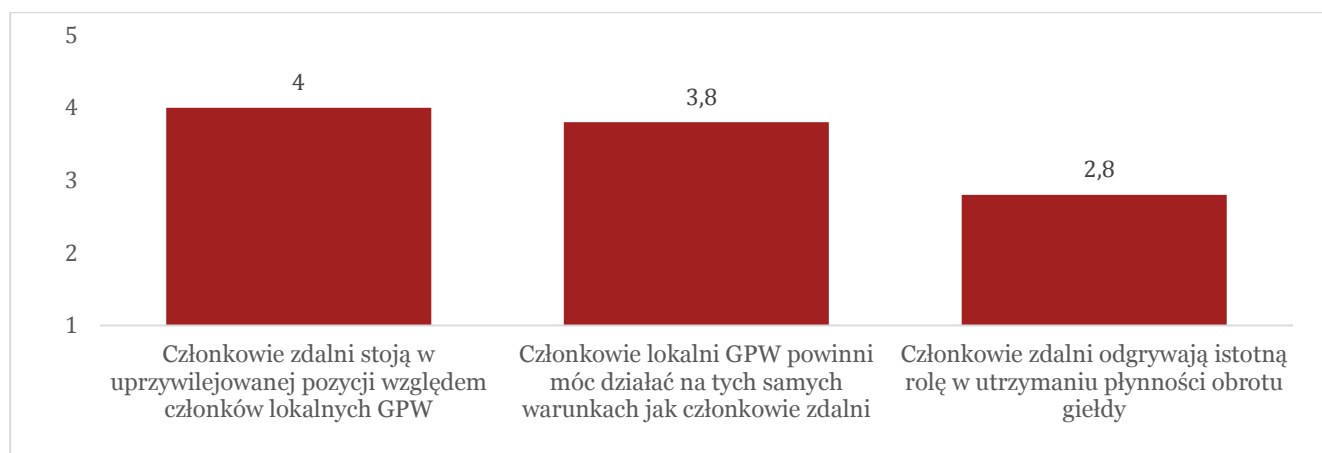
4.3 Konkurencja członków lokalnych Giełdy z członkami zdalnymi

Członkostwo Polski w Unii Europejskiej to także dostęp do wspólnego rynku usług finansowych. Dzięki temu, polskie domy maklerskie mogą na podstawie licencji wydanej w naszym kraju działać w innych krajach UE. To samo tyczy się także możliwości działania zagranicznych firm inwestycyjnych w Polsce. Teoretycznie członkowie zdalni podlegają tym samym unijnym regulacjom, ale zaimplementowanym w swoich krajach pochodzenia, np. w Londyńskim City. Tam też ponoszą ewentualne ciężary utrzymania nadzoru nad rynkiem. Skoro spełniają wymogi swojego regulatora dotyczących spraw operacyjnych, np. systemów IT to nie muszą dodatkowo wypełniać wymogów, jakie polskim domom maklerskim stawia lokalny nadzór, KNF. Spełniając wymagania swoich regulatorów mogą stosować m.in. tańsze rozwiązania techniczne lub korzystać z outsourcingu dla większej ilości usług. Na czynniki regulacyjne nakłada się dodatkowo możliwość korzystania przez większe zagraniczne firmy z efektów skali i przewagi technologicznej. Jedynym obszarem, który dla zdalnych członków jest droższy niż dla lokalnych, to opłaty za rozliczenia transakcji w KDPW i KDPW CCP. Członkowie zdalni są pośrednimi uczestnikami rozliczeń, tzw. *non-clearing members*, czyli nie mają bezpośredniego dostępu do systemów rozliczeń transakcji. Aby działać w Polsce potrzebują pośrednika, który będzie rejestrował transakcje na ich rzecz. Rolę pośredników przyjmują w takim wypadku niektóre banki pobierając swoją niewielką marżę. W żaden sposób nie równoważy to jednak ich przewag konkurencyjnych wynikających zarówno z efektu skali, jak i z czynników regulacyjnych.

Wyniki naszych badań wśród domów maklerskich pokazują, iż ich opinia na temat pozytywnej roli członków zdalnych na rynku, czyli utrzymania jego płynności, nie jest jednoznaczna. Domy maklerskie zgadzają się natomiast ze stwierdzeniem o uprzywilejowanej pozycji członków zdalnych na rynku.

Poza czynnikami regulacyjnymi i efektem skali, o sile tej pozycji decyduje także fakt, iż dla członków zdalnych działalność na GPW jest niewielkim wycinkiem ich biznesu. Dzięki obecności na GPW ich międzynarodowi klienci mają możliwość prowadzenia operacji na większej liczbie rynków. Giełda Warszawska nie jest podstawowym źródłem ich przychodów i prowadzona na niej działalność nie musi generować zysków.

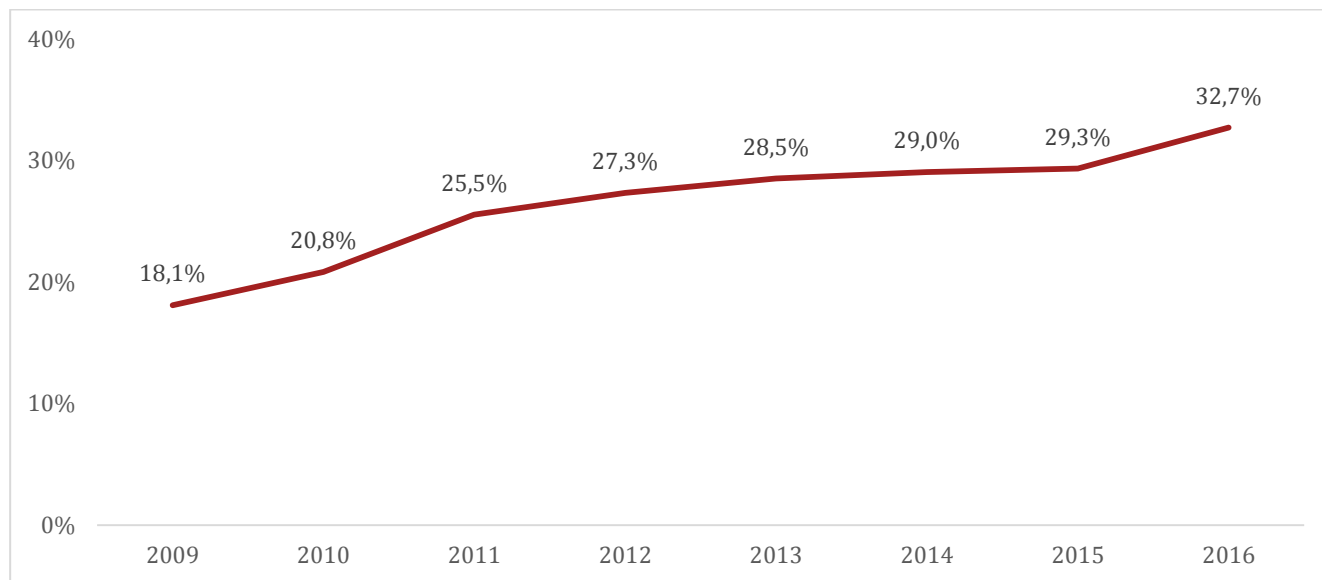
Rysunek 12. Ocena obecności członków zdalnych na GPW (ocena 5 – całkowicie się zgadzam, ocena 1 – całkowicie się nie zgadzam)



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie badania wśród członków IDM

Trudno jest więc dziwić się, że w ciągu ostatnich lat obserwowana jest na rynku bardzo wyraźna tendencja do wzrostu udziałów członków zdalnych w całkowitych obrotach, co potwierdzałyby słuszność powyższych rozważań. Jeszcze w roku 2009 udział ten wynosił 18,1%, by po okresie nieprzerwanego wzrostu osiągnąć 32,7% w roku 2016. Na początku roku 2017 mamy do czynienia ze zmniejszeniem się udziałów członków zdalnych w obrotach, co ma najprawdopodobniej związek z pewnym ożywieniem handlu akcjami na mniejszych (poniżej WIG40) spółkach notowanych na GPW.

Rysunek 13. Udział członków zdalnych w obrotach WIG w latach 2009-2016 i na początku roku 2017



Źródło: Analiza PwC na podstawie danych GPW

Ankietowani przez nas członkowie IDM oraz eksperci są zgodni, iż nie jest oczywiście ani możliwe ani pożądane z punktu widzenia rozwoju polskiego rynku kapitałowego, aby w jakikolwiek sposób utrudniać członkom zdalnym dostęp do polskiego rynku kapitałowego. Jest natomiast możliwe poprawienie warunków funkcjonowania lokalnych firm inwestycyjnych, szczególnie w warstwie regulacyjnej, o czym mówi następny rozdział raportu.

4.4 Podsumowanie sytuacji rynkowej domów maklerskich

Słaba koniunktura na rynku kasowym, której przyczyny leżą poza obszarem zainteresowania niniejszego raportu, pociąga za sobą spadek przychodów z działalności maklerskiej. Spadające obroty powodują natężenie walki konkurencyjnej pomiędzy krajowymi domami maklerskimi co prowadzi do spadku cen rynkowych. Dodatkowo lokalne domy maklerskie konkurują z członkami zdalnymi giełdy działającymi najczęściej w bardziej sprzyjającym otoczeniu regulacyjnym. Jednocześnie rosną koszty działalności w dużej mierze na skutek rosnących wymagań regulacyjnych. Około 40% wzrostu kosztów domów maklerskich w ostatnich latach może być wynikiem coraz bardziej restrykcyjnych wymogów regulacyjnych. Prowadzi to do sytuacji, w której działalność maklerska może stać się trwale deficytowa.

5 Regulacje Rynku Kapitałowego i ich wpływ na działalność domów maklerskich

29 lipca 2005 r. zostały uchwalone trzy ustawy, które razem stanowią konstytucję rynku kapitałowego:

1. Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych¹⁰
2. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi¹¹
3. Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym¹².

Ustawy te zastąpiły jedną, wielokrotnie zmienianą ustawę – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi¹³.

Od tego czasu, ustawy te były wielokrotnie zmieniane, z czego ustawa o obrocie instrumentami finansowymi aż 41 razy. Prawie połowa przeprowadzonych zmian była podyktowana potrzebą dostosowania polskich przepisów do nowych przepisów unijnych. Celem większości regulacji unijnych było zwiększenie ochrony klienta oraz zwiększenie transparentności zawieranych umów, w wyniku czego na przestrzeni lat 2005-2016, na firmy inwestycyjne nałożono wiele nowych obowiązków, które przede wszystkim wpłynęły na znaczny wzrost kosztów stałych po ich stronie. Jako nieprzewidziany skutek wdrażania nowych regulacji, trudny dziś do oszacowania, firmy wskazały również wstrzymanie niektórych z planowanych inwestycji, przez co trudno dziś oszacować wszystkie skutki wprowadzonych regulacji zarówno na firmy inwestycyjne, jak i cały rynek kapitałowy.

Rysunek 14 przedstawia listę regulacji dotyczących bezpośrednio domów maklerskich, do których musiały się one dostosowywać w ciągu ostatnich kilkunastu lat i do których dostosowują się obecnie. Na liście tej znajdują się zarówno regulacje unijne, które obowiązują bezpośrednio i wprost w krajach członkowskich UE, regulacje unijne wymagające transpozycji do polskiego systemu prawnego, ale także regulacje, które były przygotowane z inicjatywy lokalnego regulatora, czy to w postaci ustaw, czy też wytycznych organu nadzoru (KNF). Większość wprowadzanych regulacji, oznaczała dla domów maklerskich nowe obowiązki informacyjno-sprawozdawcze lub dostosowania w zakresie infrastruktury informatycznej.

¹⁰ Dz.U. 2005 nr 184 poz. 1539

¹¹ Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1538

¹² Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1537

¹³ Dz.U. 1997 nr 118 poz. 754

Rysunek 14. Kolejne zmiany regulacyjne nakładane na domy maklerskie



Źródło: Opracowanie własne PwC

Jak wynika z badań przeprowadzonych przez IDM wśród swoich członków w 2016 r., średni koszt wdrożenia aktów prawnych przyjętych w latach 2014 -2016, dla biura lub domu maklerskiego wyniósł około 2,8 mln zł. Koszty te mają istotne znaczenie z perspektywy działalności gospodarczej domów maklerskich oraz znaczący wpływ na ich sytuację finansową, a także na sytuację finansową całej branży.

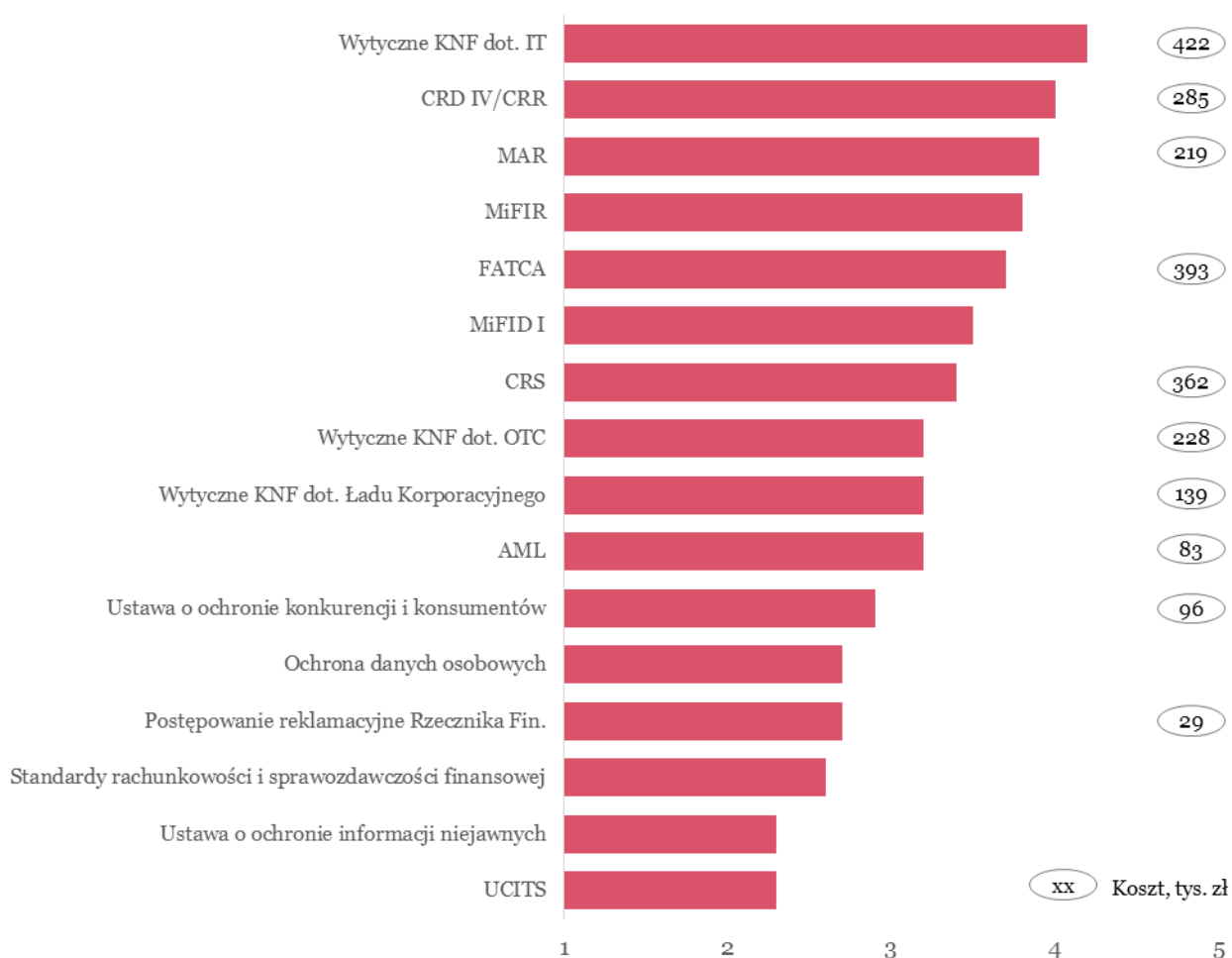
W badaniu przedstawiciele domów maklerskich zrzeszonych w IDM zapytaliśmy respondentów o ich ocenę uciążliwości wybranych regulacji. Uzyskane odpowiedzi wskazują, iż najbardziej dotkliwe z punktu widzenia działalności domów maklerskich są wytyczne KNF dotyczące systemów IT¹⁴. Są to też najkosztowniejsze wymogi regulacyjne, jakim domy maklerskie muszą sprostać. Zdaniem domów maklerskich, zarówno uciążliwość regulacji, jak i wysokość generowanych przez nie kosztów, wynika w znacznej mierze z niezwykle restrykcyjnego podejścia polskiego ustawodawcy i KNF do definicji, jak i do regulacji dotyczących outsourcingu, między innymi usług informatycznych. W szczególności, problematyczne wydają się tu zapisy dotyczące zakresu odpowiedzialności dostawcy tych usług, rejestracji transakcji własnych przez insourcerów, tajemnicy zawodowej, a także definicji „istotnego outsourcingu”.

Te i inne, zdaniem uczestników rynku, nadmiernie restrykcyjne wytyczne KNF sprawiają, iż operujące lokalnie domy maklerskie tracą pozycję konkurencyjną wobec podobnych instytucji operujących na polskim rynku z zagranicy. Jest to dla uczestników rynku kapitałowego o tyle niezrozumiałe, że oprócz nadzoru nad rynkiem, do zadań KNF należą także działania służące prawidłowemu działaniu rynku, jego rozwojowi i konkurencyjności.

W dalszej kolejności respondenci wskazywali na uciążliwości wynikające ze sposobu implementacji przepisów unijnych do prawa polskiego, czyli na zjawisko tzw. *gold platingu* (pożłocenie). W przypadku praktyki polskiej, *gold plating* występuje zazwyczaj w postaci nadinterpretacji przepisów unijnych, co skutkuje przyjmowaniem bardziej restrykcyjnych rozwiązań, niż wymagają tego przepisy unijne. Przykładem występowania zjawiska *gold platingu* jest np. implementacja przepisów dyrektywy CRDIV, w ramach której, polski ustawodawca zobowiązał domy maklerskie między innymi do utrzymywania w każdym czasie funduszy własnych na poziomie nie niższym niż poziom kapitału wewnętrznego, czego dyrektywa CRD IV nie nakazuje. Artykuł 73 Dyrektywy wskazuje jedynie, że należy posiadać odpowiednie procedury pozwalające na stałe utrzymywanie poziomu funduszy własnych, o czym jest już mowa w zdaniu drugim art.110 e ust.1 projektu ustawy. W przypadku dyrektywy CRDIV mieliśmy do czynienia nie tylko ze zjawiskiem *gold platingu*, ale również z naruszeniem zasady proporcjonalności w przypadku transponowania przepisów dyrektywy o sankcjach.

¹⁴ Wytyczne KNF z 16 grudnia 2014 r. dotyczące zarządzania obszarami technologii informacyjnej i bezpieczeństwa środowiska teleinformatycznego w firmach inwestycyjnych.

Rysunek 15. Ocena uciążliwości poszczególnych regulacji oraz ich koszt poniesiony przez przeciętny dom maklerski w latach 2014-2016¹⁵



Źródło: Badania wśród członków IDM, oraz analiza kosztów regulacyjnych wykonana przez IDM.

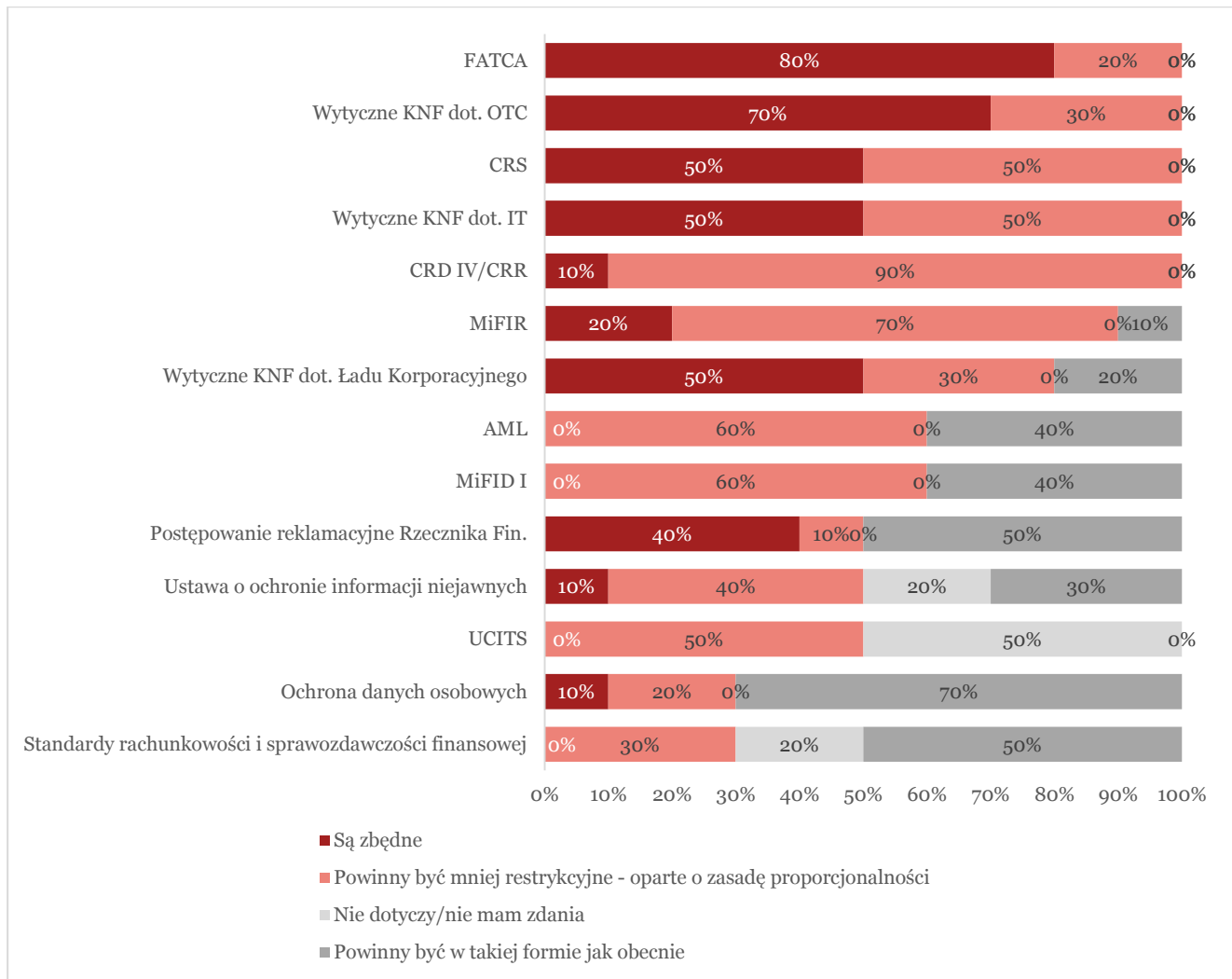
Członków IDM zapytaliśmy także o ich ocenę adekwatności wybranych regulacji wobec domów maklerskich. Nasi respondenci mogli wskazać, czy obowiązujące przepisy są adekwatne i powinny pozostać niezmienione, czy też powinny być bardziej elastyczne lub wręcz usunięte. W większości przypadków, dostrzegana jest potrzeba regulowania poszczególnych obszarów, ale z uwzględnieniem zasady proporcjonalności. Większość respondentów nie ma na przykład żadnych wątpliwości co do kształtu przepisów dotyczących ochrony danych osobowych, czy też postępowań reklamacyjnych przed Rzecznikiem Finansowym. Są oni świadomi potrzeby istnienia nadzoru i przestrzegania standardów, zdecydowanie jednak domagają się dostosowania przepisów do stanu rozwoju i skali działania uczestników naszego rynku kapitałowego. Wszyscy badani przez nas członkowie IDM postulują uelastycznienie przepisów związanych z implementacją dyrektyw i rozporządzeń unijnych CRDIV, MAD/MAR, CRS oraz wytycznych KNF dotyczących IT oraz świadczenia usług maklerskich na rynku OTC¹⁶. Duże wątpliwości budzą także przepisy FATCA¹⁷ i obowiązki z niej wynikające, choć w tym przypadku możliwości polskiego ustawodawcy lub regulatora są raczej ograniczone.

¹⁵ Koszt szacowany w badaniu przeprowadzonym przez IDM wśród swoich członków, łączny koszt za lata 2014-2016 na pojedynczy dom maklerski.

¹⁶ Wytyczne KNF z 24 maja 2016 dotyczące świadczenia usług maklerskich na rynku OTC instrumentów pochodnych.

¹⁷ Umowa między rządem Rzeczypospolitej Polskiej a Rządem Stanów Zjednoczonych Ameryki w sprawie poprawy wypełniania międzynarodowych obowiązków podatkowych oraz wdrożenia ustawodawstwa FATCA, oraz towarzyszące Uzgodnienia Końcowe, podpisane w Warszawie dnia 7 października 2014 r., Dz. U. z 2015 r. poz. 1647.

Rysunek 16. Odpowiedzi domów maklerskich na pytanie o adekwatność stosowania wymienionych regulacji do firm inwestycyjnych



Źródło: Badania wśród członków IDM

Członkowie IDM zwrócili uwagę, iż oceny skutków regulacji (tzw. OSR), do których zobowiązany jest regulator, praktycznie nigdy nie pokazują rzetelnie policzonych skutków regulacji dla firm inwestycyjnych.

Rzetelne oceny skutków regulacji (OSR) nie są dziś praktycznie opracowywane, ani na etapie prac nad projektami unijnych aktów prawnych, ani potem na etapie transponowania tych przepisów do systemu prawa polskiego. Jest to kwestia szczególnie ważna w przypadku projektów rozporządzeń unijnych, które po uchwaleniu są stosowane w krajach członkowskich UE bezpośrednio i wprost, bądź gdy przy transpozycji przepisów unijnych rozważana jest tzw. opcja krajowa. Procedowanym projektom aktów prawnych często brakuje analiz kosztów wdrożenia regulacji dla ich adresatów, analiz pod kątem zasady proporcjonalności, a także analizy potencjalnych skutków społeczno- ekonomicznych z perspektywy uczestników rynku kapitałowego, specyfiki i konkurencyjności rynku kapitałowego w Polsce, klientów firm inwestycyjnych, etc.

Z powodu braku rzetelnego OSR wielokrotnie dochodzi do naruszenia zasady proporcjonalności już na etapie tworzenia regulacji unijnych. W efekcie polskie firmy inwestycyjne są zobligowane do stosowania identycznych norm prawnych, ponoszenia tych samych kosztów wdrożenia, stosowania wobec nich wielomilionowych sankcji, co np. duże międzynarodowe banki inwestycyjne. W konsekwencji polski rynek kapitałowy staje się coraz mniej konkurencyjny, a podstawowa działalność maklerska w Polsce kurczy się, czego dowodem jest ponoszona w ostatnich latach strata z działalności podstawowej domów maklerskich.

Należy zwrócić uwagę, że rzetelne analizy OSR mogą dawać podstawę i uzasadnienie do wdrożenia regulacji łagodniejszych, mniej kosztownych, mniej biurokratycznych, bardziej dopasowanych do specyfiki danego rynku. Mogą przeciwdziałać przyjmowaniu regulacji obniżających konkurencyjność polskich firm inwestycyjnych i polskiego rynku kapitałowego, wpływając przez to pozytywnie na jego rozwój i atrakcyjność.

Dlatego tak ważne jest, aby w pracach na projektami regulacji, stosowane były tzw. **testy proporcjonalności**. Stosowanie tych testów jest ważne nie tylko na etapie opracowywania krajowych aktów prawnych, ale w szczególności na etapie opracowywania aktów prawnych na szczeblu unijnym. Stosowanie testu proporcjonalności może zapobiec przyjmowaniu regulacji, które nie są dopasowane do specyfiki rynków krajowych i które mają być potem wdrażane i stosowane zarówno przez małe instytucje finansowe, jak i przez duże, globalne instytucje finansowe. Przykładem, w którym zabrakło testu proporcjonalności są wymogi dyrektywy CRDIV/CRR w zakresie ujawniania i raportowania. Drugim przykładem są zapisy o sankcjach w ustawie o nadzorze makroostrożnościowym¹⁸. Problemy związane z niestosowaniem zasady proporcjonalności zostały dostrzeżone na szczeblu unijnym i są obecnie przedmiotem debaty publicznej przy okazji prac nad projektem dyrektywy CRDV.

Obecnie jednym z wyzwań, przed którymi stoją domy maklerskie, jest wdrożenie dyrektywy MIFID II. Jest to przykład regulacji, przy implementacji której, warto zastosować test proporcjonalności i dokonać analizy potencjalnych skutków proponowanych rozwiązań. Celem MiFID II jest bowiem poprawa ochrony inwestorów w kontekście rozwoju rynku oraz poprawa dopasowania oferowanych produktów inwestycyjnych do potrzeb klientów. Zgodnie z dyrektywą klient firm inwestycyjnych ma być lepiej chroniony i lepiej poinformowany. Dyrektywa nakłada więc wiele nowych obowiązków na firmy inwestycyjne w związku z obsługą klienta. Dodatkowo, MIFID II wprowadza inne rozwiązania mające istotny wpływ na działalność i funkcjonowanie firm inwestycyjnych, w tym domów maklerskich, takich jak np. rozdzielenie płatności za analizy spółek od prowizji transakcyjnych, czy też zmiany w modelu wynagradzania dystrybutorów funduszy inwestycyjnych. Rozdzielenie płatności za analizy od prowizji transakcyjnych grozi dalszym zmniejszeniem liczby analizowanych spółek oraz ograniczeniem dostępności raportów analitycznych na temat polskich emitentów, w szczególności małych i średnich. W konsekwencji oznaczać to może istotne osłabienie podstawowej funkcji rynku, jaką jest efektywna alokacja kapitału w gospodarce i dalsze zmniejszenie jego roli, jako źródła kapitału dla firm krajowych. Przeprowadzenie zaś zmian obecnego modelu funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, bez przeprowadzenia dokładnej analizy ich skutków, może doprowadzić do negatywnych zmian na rynku kapitałowym ze szkodą dla polskich inwestorów. Spaść może na przykład jakość i dostępność usług świadczonych przez dystrybutorów funduszy inwestycyjnych, mogą pojawić się negatywne praktyki sprzedażowe i zmniejszy konkurencja. Ograniczeniu ulec może dostęp do elektronicznych kanałów dystrybucji funduszy.

Przy tworzeniu projektów aktów prawnych w obszarze rynku kapitałowego postuluje się także stosowanie tzw. **kalkulatora kosztów dla adresatów danego aktu prawnego bądź zaleca się wykonanie pomiaru obciążeń regulacyjnych**. Kalkulator kosztów z powodzeniem był stosowany przez wiele lat w Australii do wszystkich projektów aktów prawnych, które dotyczyły biznesu. Zadaniem kalkulatora było wyliczenie wszystkich kosztów jakie wynikają z danego projektu aktu prawnego dla biznesu. W ostatnim czasie kalkulator kosztów został zastąpiony pomiarem obciążeń regulacyjnych (*Regulatory Burden Measure*).¹⁹ Stosowanie kalkulatora kosztów bądź pomiaru obciążeń regulacyjnych postuluje się zarówno w pracach nad projektami aktów prawnych na szczeblu unijnym, ale także krajowym. Przykładami, w którym zabrakło analiz kosztów są m.in.: dyrektywa CRDIV/CRR, czy Dyrektywa MIFID I, gdzie koszty jednostkowe ich wdrożenia dla małych

¹⁸ Dz.U. 2015 poz. 1513

¹⁹ <https://rbm.obpr.gov.au/>

instytucji finansowych były nieproporcjonalnie wysokie. To samo tyczy się stanowiska KNF w sprawie *compliance*²⁰, czy wytycznych KNF w sprawie IT.

Przy transpozycji unijnych aktów prawnych do prawa krajowego postuluje się stosowanie zasady „**Unia Europejska + o**”, której celem jest unikanie przede wszystkim zjawiska tzw. *gold platingu*, ale także prowadzenie aktywnego dialogu i konsultacji społecznych z uczestnikami rynku.

²⁰ Stanowisko KNF z 27 maja 2014 w sprawie funkcjonowania systemu nadzoru zgodności z prawem.

6 Skutki złej sytuacji rynkowej i pogarszających się warunków funkcjonowania dla domów maklerskich

6.1 Spadające pokrycie analityczne

Jak już pisaliśmy w rozdziale 3, jedną z ważnych ról, jaką pełnią domy maklerskie na rynku kapitałowym jest dostarczanie klientom rzetelnych analiz dotyczących notowanych spółek. Raporty ze szczegółową analizą spółek mają pomóc inwestorom w podjęciu decyzji o kupnie lub sprzedaży akcji danej spółki. Większość ich treści jest skierowana do profesjonalnych inwestorów z funduszy inwestycyjnych, jednak zawsze zawierają one też krótkie podsumowanie zawierające rekomendacje: kupuj, sprzedaj lub trzymaj oraz cenę docelową waloru. Z tego względu są przydatne także dla osób, które inwestują na giełdzie sporadycznie.

Dla spółki, istnienie niezależnego raportu na jej temat niesie szereg korzyści. Przede wszystkim ogranicza niepewność inwestorów na jej temat. Mogą być dzięki temu bardziej skłonni do zawierania transakcji na akcjach tej spółki, poprawiając dzięki temu płynność i stabilizując wahania cen.

Przygotowywanie raportów jest czasochłonne i kosztowne. Zajmują się tym wyspecjalizowani analitycy o wysokich kompetencjach. Raport wymaga od nich ciągłego śledzenia zarówno sytuacji samej spółki, jak i jej otoczenia biznesowego i wrażliwości na koniunkturę całego rynku. Analitycy często muszą spotykać się bezpośrednio z przedstawicielami tych firm, jeździć na wizje lokalne, zwłaszcza jeśli badają firmę przemysłową. W związku z tym dostęp do raportów jest najczęściej płatny, a inwestorzy zlecają ich przygotowanie jedynie dla ograniczonej liczby spółek.

Sprawia to, że pokrycie analityczne jest najlepsze dla spółek o największym udziale w obrotach giełdy. Jeśli dom maklerski w ogóle zajmuje się przygotowaniem raportów niemal zawsze pokrywa wszystkie spółki z WIG20. Stąd też w ich przypadku najczęściej istnieje kilka niezależnych źródeł raportów analitycznych na ich temat. Pokrycie analityczne spółek mniejszych jest już znacznie bardziej ograniczone. Relatywnie często można znaleźć analizy spółek należących do mWIG40, a nawet mWIG80. Pozostałe firmy, których akcje notowane są na parkiecie głównym GPW analizowane są jedynie sporadycznie.

Aby utrzymać koszty na rozsądnym poziomie domy maklerskie muszą albo zwiększyć liczbę raportów przygotowanych przez analityka, co oczywiście musi odbić się na jakości analiz, albo zmniejszyć pokrycie analityczne. Duże obciążenie pracą oraz spadające w domach maklerskich wynagrodzenia sprawia, że dla analityków coraz bardziej korzystne jest przechodzenie bezpośrednio do funduszy inwestycyjnych. Tam także prowadzą analizy, jednak przede wszystkim na użytek własny funduszy. Inwestorzy nieposiadający działów analiz mają w związku z tym coraz bardziej ograniczony dostęp do informacji. Spółki, dla których brak jest szeroko dostępnych raportów tracą jedno z narzędzi umacniających ich wiarygodność dla inwestorów. Należy więc zdecydowanie stwierdzić, że spadające pokrycie analityczne ma negatywny wpływ na funkcjonowanie rynku.

Ponieważ poszerzanie pokrycia analitycznego wiąże się z wieloma korzyściami dla rynku, podejmowane były już próby poprawy tej sytuacji. Jednym z pomysłów było finansowanie raportów przez GPW. Pomysł ten jednak nie wszedł w życie.

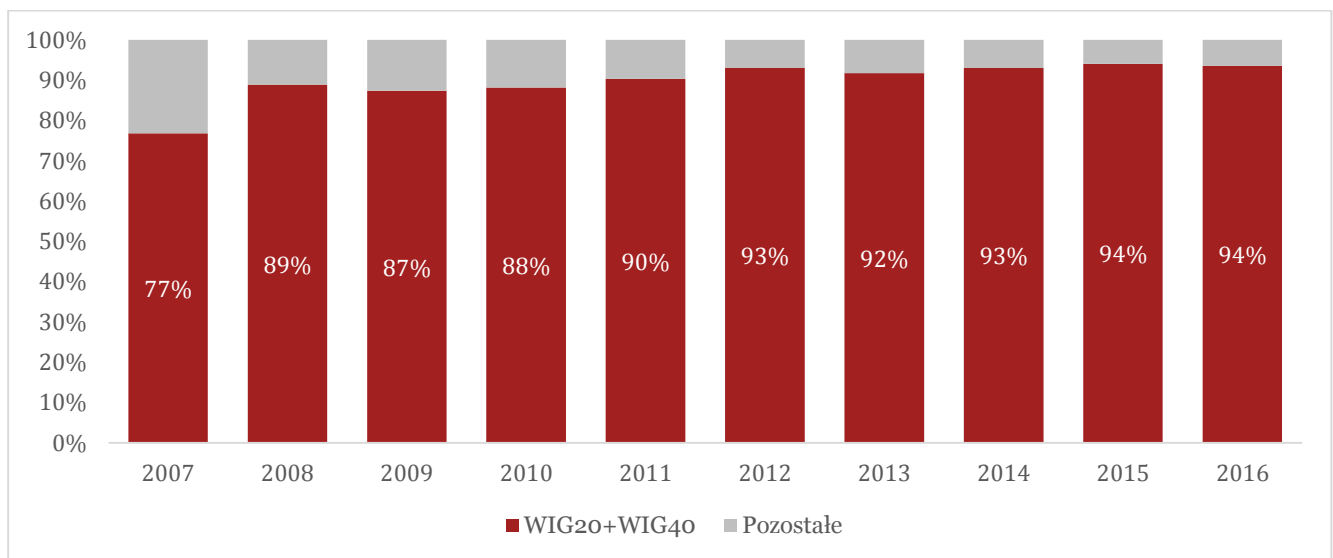
Innym pomysłem było wprowadzenie wymogu dla notowanych spółek zamawiania analiz na własny koszt i ich publikowania. Wydaje się, iż byłoby to najbardziej korzystne rozwiązanie dla domów maklerskich, choć z pewnością pojawiłyby się szybko konkurujące z nimi wyspecjalizowane firmy. W przypadku tego rozwiązania powstają jednak obawy, co do obiektywności takich raportów. Z drugiej strony na całym świecie na podobnej zasadzie działają usługi audytorskie i ratingowe, a raporty autorstwa renomowanych firm cieszą się dużą wiarygodnością. Podobne rozwiązanie można spotkać np. na *Deutsche Boerse*. Należy jednak dostrzec fakt, iż

rozwiązanie takie podwyższyłoby koszty obecności na giełdzie dla emitentów. W obecnej sytuacji, w której zmagamy się z niedostateczną liczbą debiutów trudno jest więc sobie wyobrazić by spotkało się ono z szerokim poparciem.

6.2 Trwała dominująca pozycja w obrotach największych spółek

Spadające obroty, rosnący udział inwestorów i brokerów zagranicznych w obrotach oraz brak pokrycia analitycznego dla większości spółek obecnych na parkiecie głównym GPW zniechęcają do prowadzenia aktywnej polityki inwestycyjnej na akcjach mniejszych spółek. Powoduje to, iż coraz większa część obrotów koncentruje się na największych spółkach. Sytuacja ta pogorszyła się w największym stopniu w roku 2008, gdy udział największych spółek w obrotach wzrósł z 77% do 89%. Od tamtego czasu w latach 2008-2016 cały czas mieliśmy do czynienia z powolnym pogłębianiem się tego trendu.

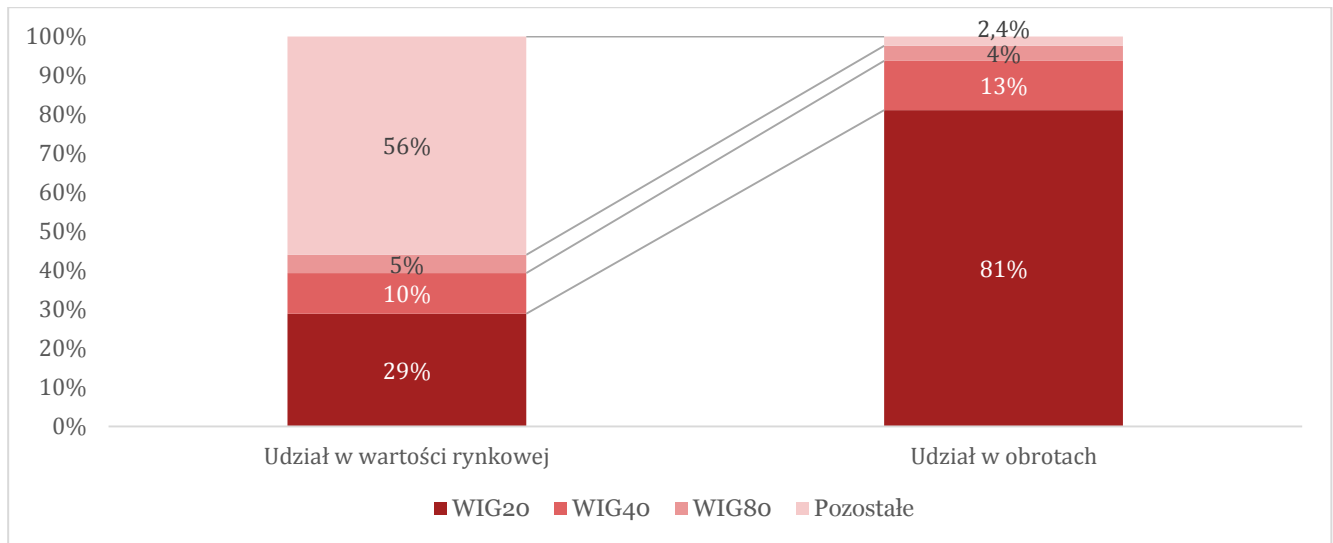
Rysunek 17. Udział akcji spółek WIG20 i mWIG40 w obrotach na GPW



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie danych GPW

Jednocześnie trzeba zdać sobie sprawę z faktu, iż tak wysoki udział największych spółek w obrotach nie jest wynikiem ich dominacji w kapitalizacji giełdy. Największe spółki notowane na GPW, wchodzące w skład indeksu WIG20 odpowiadały w roku 2015 za 81% obrotów giełdy, a ich udział w kapitalizacji giełdy wynosił 29%. W sumie spółki z WIG20 i mWIG40 to 39% kapitalizacji i 94% obrotów. Oznacza to, iż na spółkach mniejszych w ciągu ostatnich lat obroty praktycznie zamarły.

Rysunek 18. Wartość spółek notowanych w poszczególnych indeksach i ich udział w obrotach w 2015 roku



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie Rocznika Giełdowego 2015

Niskie obroty na większości spółek obecnych na polskiej giełdzie oznaczają, iż trudno jest otrzymać wiarygodną wycenę spółek, co z kolei powoduje brak możliwości atrakcyjnego ulokowania na GPW debiutów. Stawia to pod znakiem zapytania możliwość realizacji jednego z głównych zamierzeń Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju, jakim jest doprowadzenie do sytuacji, w której polskie niewielkie spółki będą poszukiwały atrakcyjnego finansowania poprzez emisję notowanych akcji lub obligacji. Jak w wskazywaliśmy w raporcie PwC z 2015 roku („Rynek Kapitałowy jako Narzędzie Finansowania Rozwoju”) w Polsce jest jeszcze około 1000 firm, które mają odpowiedni potencjał i mogłyby trafić na parkiet. Wydaje się więc, że jest o co walczyć.

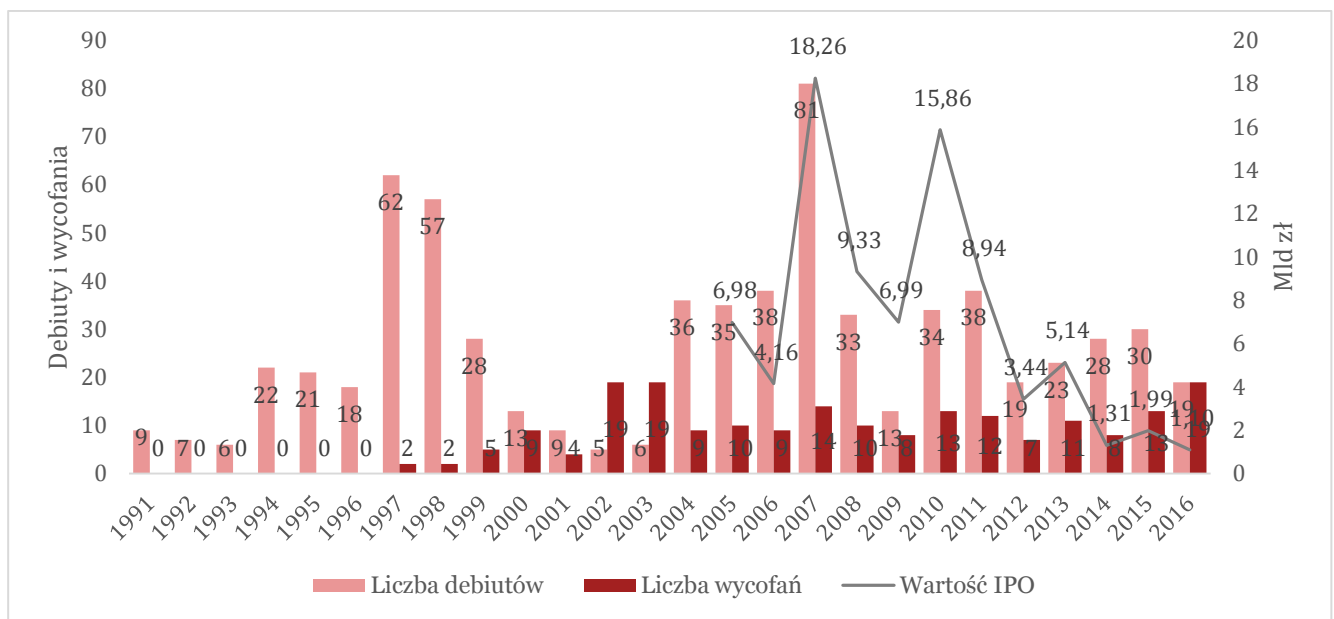
6.3 Słabnący rynek IPO i rosnąca liczba wyjść z giełdy

W 2016 roku po raz pierwszy od 2003 roku mieliśmy do czynienia z sytuacją, w której liczba spółek, które opuściły parkiet była co najmniej taka sama jak liczba debiutów - 19. Jednocześnie trzeba pamiętać, iż część spółek debiutujących to spółki, które przenoszą się na rynek główny z NewConnect, czyli de-facto nie są to nowi emitenci z punktu widzenia rynku kapitałowego jako całości. Według ostatnich dostępnych publicznie danych z roku 2015 na 30 spółek, które pojawiły się na rynku głównym 13 to spółki, które przeniosły się na rynek główny w NewConnect.

Trend spadkowy dotyczący liczby debiutów trwa z przerwami od roku 2008 i jest odbiciem trudnej w porównaniu do lat poprzednich sytuacji w jakiej znajduje się polski rynek kapitałowy. W roku 2016 liczba debiutów na GPW była najniższa od roku 2009, gdzie było ich 13. Znacznie bardziej niepokojący wydaje się jednak wyraźny, rysujący się od roku 2014 trend wzrostowy dotyczący liczby spółek wycofujących swoje akcje z obrotu na rynku głównym GPW. Jedynie w latach 2002 i 2003 liczba ta była równa tej z roku 2016.

Tendencje te są efektem trudnej sytuacji na rynku i braku zaufania do rynku kapitałowego jako źródła pozyskiwania finansowania dla firm. Poza przyczynami natury makroekonomicznej, np. niepewności co do przyszłości OFE, wydaje się jednak, że istotnym czynnikiem dodatkowo pogłębiającym te negatywne zjawiska jest marginalizacja znaczenia małych spółek w obrotach giełdy.

Rysunek 19. Debiuty i wycofania z obrotu na GPW oraz wartość IPO



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie danych GPW

Słabnący rynek IPO, poza oczywistym negatywnym sprzężeniem zwrotnym z sytuacją na rynku kapitałowym, pogarsza jeszcze dodatkowo warunki działania domów maklerskich. Uczestnictwo w procesach IPO stanowi istotny obszar ich działalności, który w ostatnim czasie ulega stopniowej redukcji. Skutkuje to nie tylko naturalnym w takiej sytuacji zmniejszeniem przychodów z tej działalności, ale także znaczącym obniżeniem cen, co redukuje jej marżowość.

Podczas panelu poświęconego zauważono, iż w ostatnim okresie sytuacja powoli zaczyna się poprawiać i domy maklerskie zauważają wzrost zainteresowania firm pozyskaniem kapitału dzięki ofercie publicznej.

Jednocześnie podczas panelu poruszano także problemy, z jakimi borykają się firmy. Mówiono między innymi o długim okresie pomiędzy przydziałem akcji, a pierwszym notowaniem, (do 2 tygodni), co jest barierą dla szerszego zainteresowania ofertą inwestorów zagranicznych, którzy przyzwyczajeni są do krótszych odstępów. Ograniczeniem dla Polskich emitentów posiadających grunty rolne mogą być też nowe zapisy ustawy o kształtowaniu ustroju rolnego. Zmusza ich ona do uzyskania zgody Agencji Rynku Rolnego na sprzedaż akcji, co dodatkowo może wydłużyć o miesiąc okres pomiędzy przydziałem akcji, a pierwszym notowaniem. Poruszano także kwestię konieczności lepszego nadzoru nad *corporate governance* w spółkach notowanych na GPW, co powinno wzmocnić zaufanie inwestorów do nowych spółek.

Podczas panelu poruszane było także zagadnienie ożywienia rynku obligacji korporacyjnych. Budowa płynności rynku wtórnego teraz, przy dobrym otoczeniu gospodarczym i napływach środków do funduszy, pozwoli w przyszłości, w trudnych czasach uniknąć problemów podobnych do dzisiejszych.

Dla zwiększenia atrakcyjności obligacji korporacyjnych konieczne jest podejmowanie wysiłków na rzecz budowania zaufania do obligacji, jako wygodnego źródła pozyskiwania kapitału, a z drugiej strony jako instrumentu pozwalającego inwestować nadwyżki finansowe. Na zaufanie emitentów korzystnie wpłynęłoby uproszczenie wymogów w zakresie dokumentacji emisyjnej i sposobu postępowania przed właściwymi podmiotami, jak również propagowanie korzyści wynikających z emisji obligacji. Konieczne jest także wypracowanie sprawnych procedur służących przeprowadzeniu zmiany warunków emisji, co jest szczególnie istotne w przypadku rozdrobnionej struktury obligatariuszy. Sytuacje niewywiązania się przez emitenta ze zobowiązań wynikających z obligacji (default) z pewnością negatywnie wpływają na skłonność do inwestowania w dłużne papiery wartościowe. Dla minimalizowania tego negatywnego wpływu ważne są sprawnie działające mechanizmy zaspokajania zobowiązań z ustanowionych zabezpieczeń.

Budowa wiarygodności rynku obligacji korporacyjnych wymaga też, by wymiar sprawiedliwości, w oparciu o rezultaty pracy organów ścigania wspieranych przez instytucje rynku kapitałowego, skutecznie karał osoby, które podejmują działania na szkodę nabywców obligacji.

6.4 Negatywny wpływ na fundusze *Private Equity* i *Venture Capital* w Polsce

Obecna sytuacja na GPW wpływa także negatywnie na funkcjonowanie funduszy *Venture Capital* i *Private Equity* w Polsce. Ich rola może być kluczowa w sprostaniu jednemu z podstawowych wyzwań, przed jakimi stoi polska gospodarka, jakim jest istotne ułatwienie w pozyskiwaniu finansowania dla działalności innowacyjnej. W Polsce wciąż niewiele firm jest wystarczająco duża, aby utrzymywać osobne działy innowacyjne i pozyskiwać środki na ich działalność w ramach lub przy wsparciu rodzimych grup kapitałowych. Oznacza to, że finansowanie innowacji to przede wszystkim środki trafiające do średnich i/lub małych przedsiębiorstw. Inwestycje takie wiążą się z dużym ryzykiem, które nie jest akceptowalne przez instytucje bankowe. Stawia to polskie firmy, a także firmy z innych krajów Centralnej i Środkowej Europy, przed znacznie trudniejszym wyzwaniem niż ich potencjalnych konkurentów z bardziej rozwiniętych rynków gdzie przeciętna skala działalności przedsiębiorstw jest większa i rynki kapitałowe są lepiej rozwinięte.

W początkowej fazie rozwoju inwestycje innowacyjne mogą być finansowane z własnych oszczędności lub przy wsparciu rodziny, przyjaciół lub tzw. „aniołów biznesu”. W dalszej fazie rozwoju, gdy produkt już jest opracowany komercyjnie, a nakłady inwestycyjne wiążą się przede wszystkim z poszukiwaniem efektów skali przedsiębiorcy mogą uzyskać finansowanie dzięki funduszom *Venture Capital* oraz *Private Equity*. Zarządzający funduszami w zamian na środki na rozwój przedsiębiorstwa oczekują najczęściej znaczącego, często większościowego udziału w nim i dużego wpływu na podejmowane decyzje. Oprócz koniecznych funduszy oferują oni także swoje doświadczenie biznesowe w prowadzeniu przedsiębiorstw w „większej skali” oraz kontakty, ułatwiające znalezienie tańszych poddostawców i nabywców produktu. Inwestorzy kapitałów wysokiego ryzyka oczekują realizacji zysku z projektu inwestycyjnego w ciągu kilku lat. Oznacza to, iż aby fundusze te były skłonne do podejmowania znaczących inwestycji w polskie firmy muszą one mieć możliwość sprawnego wyjścia z podjętej inwestycji, poprzez sprzedaż posiadanych udziałów innemu inwestorowi strategicznemu, który przejmie ich rolę na dalszym etapie rozwoju firmy lub poprzez sprzedaż całości lub części udziałów w posiadanych przedsiębiorstwach na rynku kapitałowym.

Obecnie, wraz ze spadkiem aktywności na GPW i niskimi wartościami warszawskich indeksów, bardzo trudno jest uzyskać satysfakcjonującą wycenę spółki na debiucie. W chwili obecnej, zgodnie z opiniami przedstawicieli rynku, teoretycznie lepszą wycenę można by uzyskać na rynkach konkurencyjnych do GPW. Aby na GPW powróciły w większej skali debiuty prężnych, innowacyjnych firm w zaawansowanej fazie rozwoju musi poprawić się płynność polskiego rynku, szczególnie w segmencie mniejszych spółek, w które najczęściej inwestują fundusze. Choć wyjścia przez emisje akcji na giełdzie nie są popularnym sposobem realizacji zysku kapitałowego przez fundusze wysokiego ryzyka (szacuje się, że w Europie odbywa się tak około 3%, a w USA około 10% wyjść), to pojawienie się rozsądnej alternatywy wyjścia z inwestycji pod postacią pierwotnej emisji akcji będzie też istotnym czynnikiem ułatwiającym tym funduszom podejmowanie decyzji inwestycyjnych i pozytywnie wpłynie na szanse uzyskania finansowania przez polskie spółki innowacyjne.

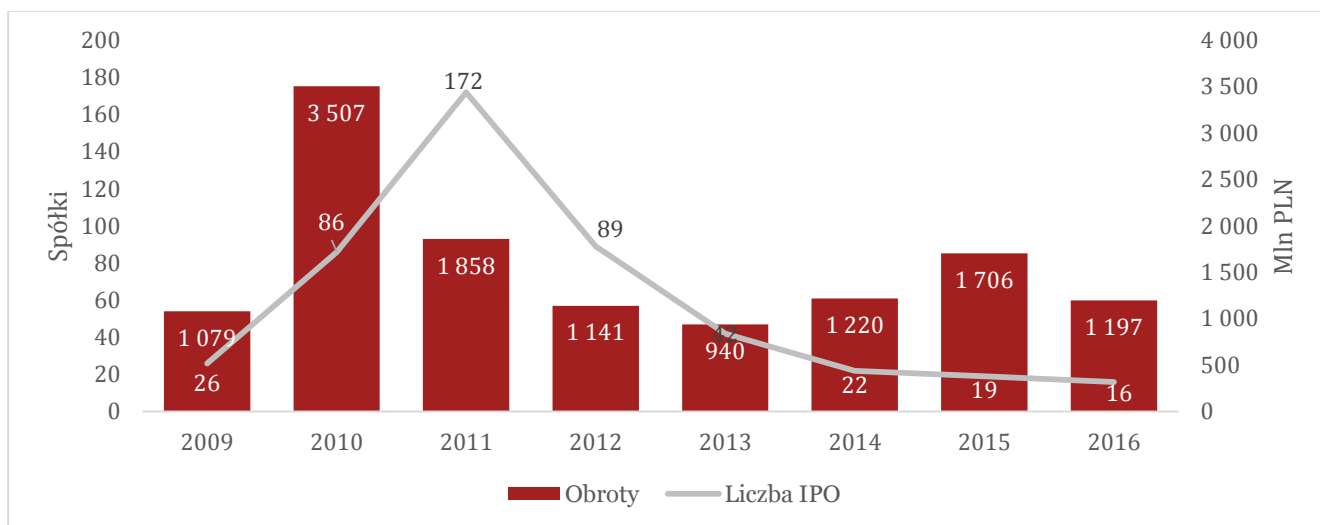
6.5 Sytuacja na *NewConnect*

W sytuacji, w której obecne strategie publiczne rozwoju rynku kapitałowego kładą tak wielki nacisk na możliwość pozyskania dzięki temu rynkowi funduszy rozwojowych przez średnie i małe firmy, trudno jest nie poruszyć tematu rynku *NewConnect*.

Rynek *NewConnect* został utworzony w roku 2007 i jego celem było dopuszczenie do publicznego obrotu małych i średnich firm, które potrzebowały kapitału a nie spełniały warunków, aby móc zaistnieć na rynku głównym. Zarówno w tamtym okresie, jak i w chwili obecnej trudno jest podważyć potrzebę istnienia takiego rynku oraz przeszacować korzyści jakie mogłaby odnosić z jego działania gospodarka. W początkowym okresie działalność rynku *NC* można nazwać sukcesem. Przyciągał on wiele debiutów i rósł w błyskawicznym tempie.

Emitentów przyciągały uproszczone procedury i niskie koszty oferty publicznej, a także dobra koniunktura na rynku.

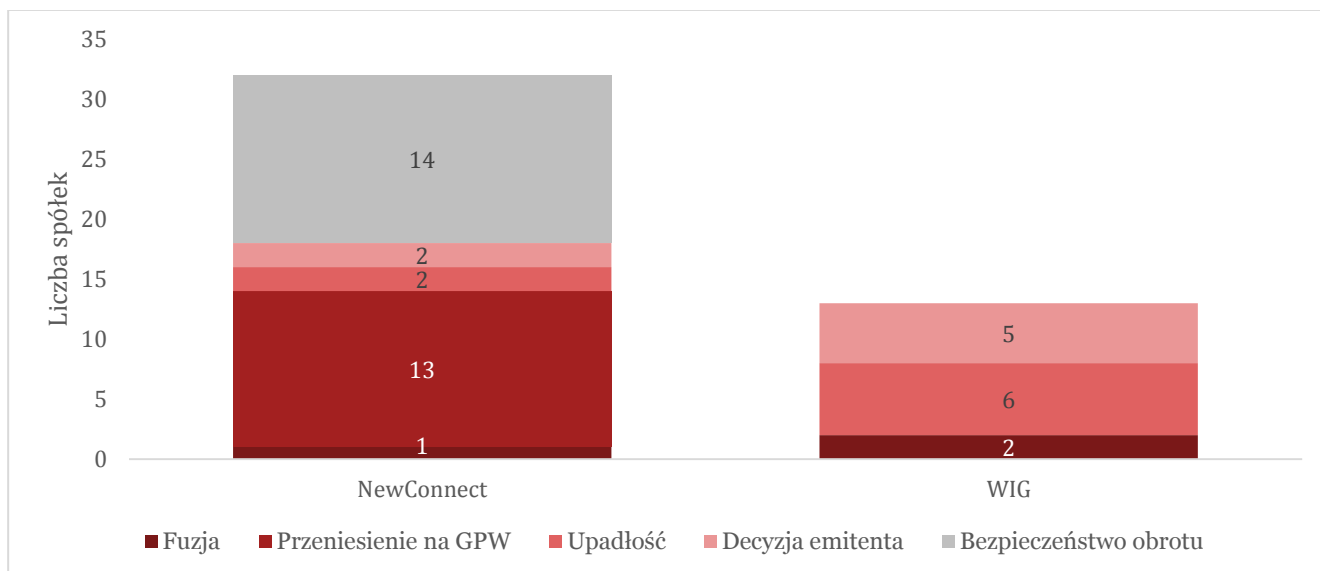
Rysunek 20. Obroty i liczba debiutów na NewConnect



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie danych GPW

Problemy na tym rynku pojawiły się równoległe do podobnych tendencji dotyczących małych spółek na rynku głównym i częściowo były związane z tymi samymi negatywnymi tendencjami makroekonomicznymi. Jednocześnie jednak na znacznie większą skalę niż mamy do czynienia na rynku głównym, zaczęły pojawiać się problemy dotyczące bezpieczeństwa obrotu akcjami. Na przykład w roku 2015 z całkowitej liczby 32 spółek wycofanych z obrotu na NewConnect, aż 14 (ponad 40%) wycofano z powodu stwierdzenia zagrożenia dla bezpieczeństwa obrotu. W tym samym okresie, z podobnych powodów z rynku głównego wycofano 5 spółek.

Rysunek 21. Przyczyny wycofania spółek z obrotu giełdowego w 2015 roku



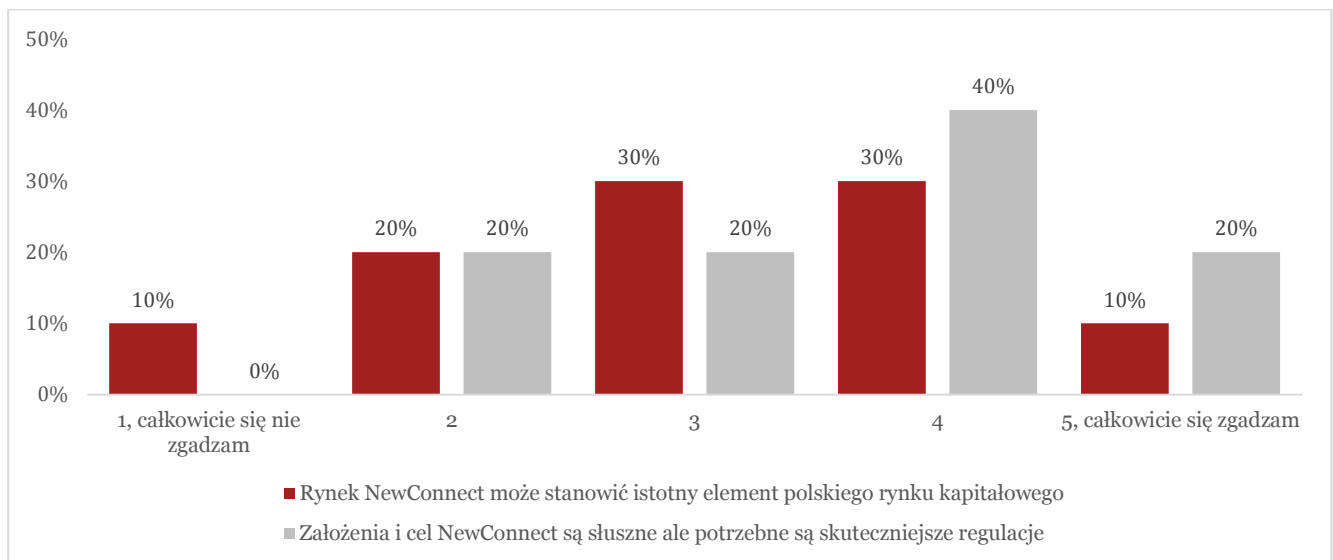
Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie Rocznika Giełdowego 2015.

Podstawowymi przykładami nieprawidłowości, z jakimi mieliśmy do czynienia na rynku NC to próby manipulacji kursami akcji, czy też lekceważenie obowiązków informacyjnych wobec akcjonariuszy. Spotkały się one ze zdecydowaną reakcją KNF. W świetle uzyskanych w trakcie badania opinii należy także stwierdzić, iż

istnieje duże prawdopodobieństwo, że część z właścicieli firm wprowadzających akcje spółek na NewConnect nie czyniło tego w celach pozyskania środków na inwestycje, a jedynie w celu jednorazowej operacji polegającej de facto na relatywnie atrakcyjnej sprzedaży posiadanych aktywów. Skutkiem tego, w połączeniu z bessą na rynku głównym, NewConnect utracił zaufanie inwestorów, a roczne obroty są bliskie dziennym wysokim obrotom na rynku głównym.

Z drugiej strony należy zauważyć fakt, iż w tym samym roku 2015 w którym z powodu zagrożenia dla bezpieczeństwa obrotu wycofano z NewConnect 14 spółek, liczba tych których akcje „przeszły” na rynek główny wyniosła 13. Oznacza to, że NewConnect pomimo trapiących je problemów wciąż może być atrakcyjną platformą pozyskiwania funduszy i platformą inwestycyjną. Taki wniosek potwierdzają też ankietowane przez nas w ramach badań domy maklerskie.

Rysunek 22. Rozkład odpowiedzi przedstawicieli domów maklerskich na pytania o NewConnect



Źródło: Opracowanie własne PwC na podstawie badania wśród członków IDM

Na pytanie dotyczące potencjalnej roli NewConnect na Polskim rynku kapitałowym, przeważały odpowiedzi pozytywne. Tylko 10% odpowiadających całkowicie nie zgodziło się ze stwierdzeniem, że NewConnect może stanowić istotny element polskiego rynku kapitałowego. Jednocześnie większość, bo 60% odpowiadających zgodziła się lub całkowicie zgodziła ze stwierdzeniem, że założenie tego rynku są słuszne, ale wymaga on skuteczniejszego podejścia regulacyjnego.

O ile więc skala optymizmu co do przyszłości tego rynku w obecnym kształcie jest ograniczona, to potrzeba i zasadność istnienia takiej platformy jest dostrzegana. Z punktu widzenia inwestorów kapitałowych, NewConnect to w założeniu dobre miejsce na wyjście z inwestycji w innowacyjne, technologiczne start-upy, czyli spółki bardzo ważne z punktu widzenia Strategii Odpowiedzialnego Rozwoju. Aby jednak zachęcić kolejne, wartościowe spółki do debiutów, konieczne jest odbudowanie zaufania do NewConnect, co powinno skutkować poprawą płynności na tym rynku. W długim okresie odbudowa tego rynku, może być czynnikiem poprawiającym pozycję rynkową małych domów maklerskich.

6.6 Włączanie domów maklerskich bezpośrednio w struktury banków

Jednym ze zjawisk towarzyszących pogarszającym się warunkom funkcjonowania domów maklerskich w Polsce jest także proces włączania wydzielonych wcześniej domów maklerskich bezpośrednio w struktury banków. Główne przyczyny tego trendu leżą po stronie kosztowej. Rosnące koszty nowych regulacji oraz koszty infrastruktury są wtedy w dużym stopniu przejmowane przez banki, co w oczywisty sposób poprawia pozycję konkurencyjną tych domów. Włączenie domu maklerskiego w struktury banku pozwala także dokonać integracji

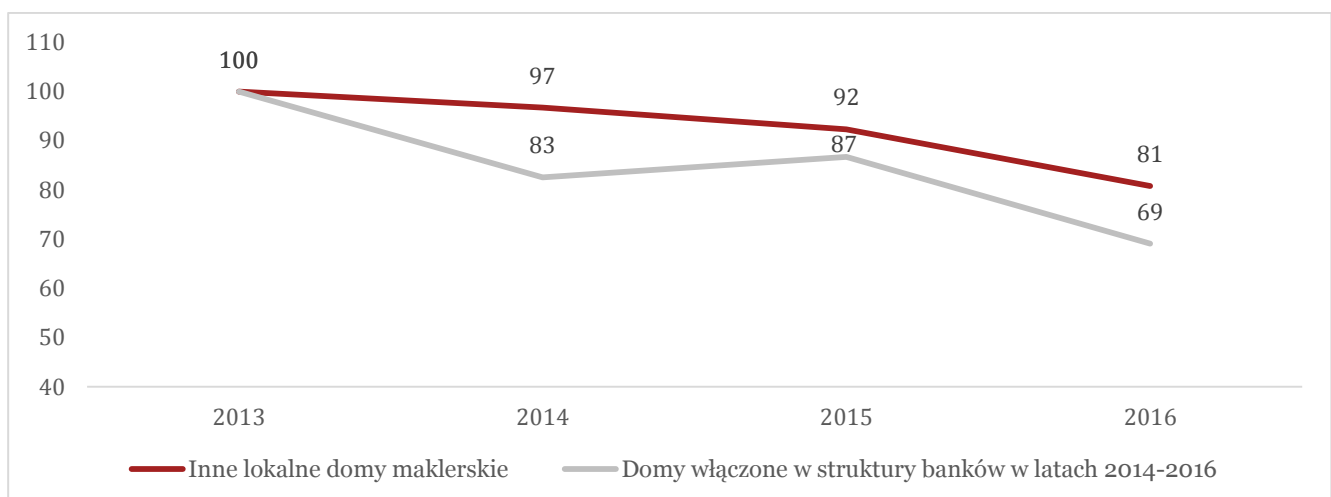
oferty bankowej i maklerskiej w ramach jednego pakietu usług. Integracja taka może przynieść wzrost dostępności usług maklerskich dla klientów indywidualnych, dla których usługi te będą częścią oferty banku w ramach posiadanych rachunków oszczędnościowych.

Opinie na temat znaczenia tego zjawiska dla rynku są jednak bardzo podzielone. Z jednej strony uczestnicy rynku rozumieją korzyści płynące z tego procesu dla samych instytucji, z drugiej strony często podkreślane są potencjalne zagrożenia z niego płynące. Z racji na relatywnie niewielki udział działalności maklerskiej w całkowitej strukturze przychodów banków oraz niestabilną zyskowość tej działalności, włączenie jej bezpośrednio w struktury banków może skutkować jej marginalizacją. Od strony popytowej prowadzić to może do stopniowego ograniczania zainteresowania domów maklerskich jedynie do najbardziej płynnych aktywów i najbardziej atrakcyjnych transakcji, a od strony podażowej do proponowania klientom indywidualnym bardziej opłacalnych z punktu widzenia banku produktów: lokat, poliso-lokat czy jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. W obecnej sytuacji na rynku, którego struktura obrotów zdominowana jest przez największe spółki, może prowadzić to do dalszej marginalizacji walorów mniejszych emitentów. W chwili obecnej jest jednak jeszcze za wcześnie by poddać tę hipotezę weryfikacji.

Analizując dotychczasowe przypadki włączenia działających niezależnie domów maklerskich w struktury banków widoczna jest jedynie tendencja do ograniczania przez nie skali działalności na rynku. Od roku 2013 obroty na rynku akcji generowane przez domy maklerskie włączone w struktury banków w latach 2014-2016 spadły o 31%, a innych lokalnych domów maklerskich, (czyli bez członków zdalnych) o 19%. Tendencja spadkowa w przypadku tych domów była wyraźnie silniejsza od ogólnej tendencji na rynku. Jest jednak prawdopodobne, że mamy tu jedynie do czynienia z wynikami okresu przejściowego w tych domach, które zmieniają bazę swoich klientów.

W chwili obecnej trudno jest ocenić zjawisko włączania domów maklerskich w struktury banków jednoznacznie pozytywnie lub negatywnie. Warto monitorować jego skutki, szczególnie w kontekście pojawiającego się tematu wprowadzenia tzw. jednolitej licencji bankowej.

Rysunek 23. Dynamika obrotów na rynku akcji generowanych przez domy maklerskie włączone w struktury banków w latach 2014-2016 w porównaniu do innych lokalnych domów maklerskich.



Źródło: Analiza PwC na podstawie danych GPW

6.7 Podsumowanie skutków rynkowych

Rosnące koszty regulacyjne wywierają presję na ograniczenie pokrycia analitycznego, w pierwszej kolejności na mniejszych spółkach. Utrwała to tendencję do rosnącej dominacji największych spółek w obrotach giełdy. Brak płynności akcji mniejszych spółek dodatkowo ogranicza atrakcyjność inwestycyjną tego segmentu rynku. W związku z tym oferta publiczna staje się nieatrakcyjną drogą pozyskiwania kapitału dla mniejszych spółek oraz

nieatrakcyjną drogą wyjścia z inwestycji dla funduszy typu Private Equity. Maleje liczba debiutów i rośnie liczba wyjść z giełdy.

Z podobnymi problemami dodatkowo wzmocnionymi przez niedostatki regulacyjne zmaga się także rynek NewConnect, na którym od kilku lat mamy do czynienia ze stagnacją obrotów na bardzo niskim poziomie.

Trudna sytuacja lokalnych domów maklerskich sprzyja także decyzjom o włączaniu domów maklerskich bezpośrednio w struktury banków. Konieczne jest monitorowanie skutków jaki proces ten wywiera na rynek, tak aby nie stał się kolejnym elementem ograniczającym atrakcyjność rynku kapitałowego dla małych spółek.

Jednym z elementów ożywiających handel akcjami mniejszych spółek na rynku głównym, a w dalszej perspektywie także na NewConnect mogłaby być poprawa sytuacji lokalnych domów maklerskich, która pozwoliłaby im na bardziej aktywne działania rynkowe w tym segmencie. Mogłoby to stanowić istotny krok w planowanym w ramach Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju procesie kształtowania rynku kapitałowego, jako miejsca pozyskania funduszy inwestycyjnych dla średnich i mniejszych spółek.

7 Wnioski końcowe

Polska jest krajem z jedną z najniższych w Unii Europejskiej stopie inwestycji i oszczędności. Oznacza to z jednej strony nieodpowiadający wyzwaniom rozwojowym poziom aktywności inwestycyjnej, a z drugiej strony brak środków krajowych, które mogłyby te inwestycje sfinansować. Wskazuje to na konieczność stymulacji oszczędności krajowych, szczególnie wśród gospodarstw domowych oraz umożliwienie sprawnej alokacji tych oszczędności jako źródła finansowania najbardziej produktywnych i innowacyjnych firm.

Naturalnym miejscem lokowania oszczędności Polaków i finansowania z nich tego typu inwestycji jest rynek kapitałowy. Dominujące w tej chwili w Polsce finansowanie bankowe nie jest w pełni adekwatne do wymagań, szczególnie małych i średnich firm innowacyjnych.

Odpowiedzią na problem nadmiernego uzależnienia firm od finansowania bankowego na poziomie Unii Europejskiej jest projekt Unii Rynków Kapitałowych. Istnieją jednak poważne i uzasadnione obawy, że regulacje wprowadzane w ramach realizacji tego projektu nie będą w pełni dostosowane do stadium rozwoju w jakim znajduje się polski rynek kapitałowy i jego instytucje. Trzeba monitorować postępy prac nad tym projektem, tak aby nie wpłynął on negatywnie na rozwój lokalnych firm inwestycyjnych.

Na poziomie krajowym, wyzwania stojące przed rynkiem kapitałowym są dostrzeżone w przyjętej ostatnio przez rząd Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju. Zakłada ona wsparcie dla rozwoju instytucji rynku kapitałowego w Polsce. Mobilizacja krajowych oszczędności ma nastąpić dzięki przekształceniu części środków zgromadzonych w OFE w aktywa prywatne oszczędzających ulokowane w Otwartych Funduszach Inwestycyjnych oraz dzięki wsparciu dla tworzenia III filara systemu emerytalnego. Regulacje rynku kapitałowego mają z jednej strony zwiększać jego atrakcyjność dla przedsiębiorców poszukujących finansowania, a z drugiej poprawiać atrakcyjność polskiego rynku z punktu widzenia inwestorów zagranicznych. Działania regulacyjne mają być wsparte programem edukacyjnym i marketingowym.

Aby realizacja ambitnych planów rozwoju polskiego rynku kapitałowego zarysowanych w Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju była możliwa konieczne jest funkcjonowanie na nim efektywnych instytucji zapewniających sprawną obsługę inwestycji zarówno dla firm planujących pozyskać finansowanie poprzez rynek, jak i inwestorów. Ci pierwsi muszą mieć możliwość skorzystania z atrakcyjnej cenowo oferty doradczej koniecznej podczas procesu emisyjnego, a ci drudzy, zarówno sposób pośredni jak bezpośredni, muszą mieć dostęp do bezpiecznych produktów inwestycyjnych opartych o akcje oraz inne instrumenty, których emitentami są średnie i małe przedsiębiorstwa.

Jest zrozumiałe, że dla rozwoju rynku kapitałowego konieczne są działania regulacyjne, które zapewnią stosowaną ochronę inwestorów. Powinny one wzmacniać zaufanie do rynku i wpływać pozytywnie na jego wizerunek. Potrzebne są działania, które usuną bariery w rozwoju rynku obligacji korporacyjnych oraz uproszą skomplikowane procedury administracyjne. Z drugiej strony bardzo ważne jest, aby unikać wprowadzania rozwiązań, które w istotny sposób zwiększają koszty stałe funkcjonowania instytucji rynku kapitałowego. Rozwiązania takie, ze względu na niewielką skalę polskiego rynku mogą zablokować jego rozwój. Propozycje powinny uwzględniać aspekt konkurencyjny, etap rozwoju rynku kapitałowego i gospodarki, a także uwarunkowania kulturowe. Stąd tak ważny jest otwarty i partnerski dialog rządu z uczestnikami rynku kapitałowego na etapie tworzenia regulacji, czy to na szczeblu unijnym, czy też krajowym.

Konkurencyjny krajowy rynek kapitałowy wymaga między innymi silnej branży krajowych domów maklerskich, która pozyskuje kapitał na rozwój dla najbardziej dynamicznych przedsiębiorstw, szczególnie z sektora średnich i małych przedsiębiorstw i zapewnia im pokrycie analityczne, niezbędne do pozyskania kapitału. Silna branża krajowych domów maklerskich jest także jednym z kluczowych elementów realizacji strategicznego celu rządu polskiego i samej giełdy, jakim jest budowa w Warszawie konkurencyjnego Centrum Finansowego na Europę Środkową.

Aktualna sytuacja rynkowa nie sprzyja jednak rozwojowi domów maklerskich. Słaba koniunktura na rynku kasowym, pociąga za sobą spadek przychodów z działalności maklerskiej. Spadające obroty powodują natężenie walki konkurencyjnej pomiędzy krajowymi domami maklerskimi, co prowadzi do spadku prowizji. Dodatkowo

lokalne domy maklerskie konkurują z członkami zdalnymi giełdy działającymi w przeważającym obszarze swojej działalności w bardziej sprzyjającym otoczeniu regulacyjnym.

Jednocześnie koszty działalności rosną w dużej mierze na skutek rosnących wymagań regulacyjnych. Około 40% wzrostu kosztów działalności maklerskiej w ostatnich latach może być wynikiem coraz bardziej restrykcyjnych regulacji. Prowadzi to do sytuacji, w której działalność ta może stać się trwale deficytowa. Doprowadzi to do zwolnień wysoko wykwalifikowanych specjalistów doradzających przedsiębiorstwom i inwestorom w ich decyzjach inwestycyjnych. Stworzenie lepszych warunków firmom inwestycyjnym do ich rozwoju, w tym możliwość dywersyfikacji źródeł przychodów, a także ograniczenie kosztów regulacji, nadzoru i infrastruktury ma wielkie znaczenie dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego.

Dlatego poza działaniami zmierzającymi do poprawy ogólnej koniunktury na rynku kapitałowym, tak ważne jest dokonanie przeglądu regulacji dotyczących krajowych firm inwestycyjnych pod kątem możliwości ich uelastycznienia. Przykładem koniecznych i możliwych do wdrożenia działań jest zmiana przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w kierunku szerszego i bardziej elastycznego stosowania zasad outsourcingu w celu obniżenia kosztów dla domów maklerskich. Obecnie obowiązujące przepisy prawa i stanowiska organu nadzoru generują nieuzasadnione, wysokie koszty stałe dla domów maklerskich. Ogranicza to możliwości realizacji innych inwestycji, a także konkurencyjność polskich domów maklerskich. W tym zakresie, jako przykład można wskazać sposób stosowania tych przepisów przez członków zdalnych czy implementacji przepisów dyrektywy MIFID w innych krajach Unii Europejskiej.

Innym przykładem regulacji, których korzystna na szczeblu krajowym reinterpretacja mogłaby w istotny sposób wpłynąć na konkurencyjność lokalnych domów maklerskich byłoby uelastycznienie przepisów dyrektyw MAD, CRDIV oraz wytycznych KNF dotyczących usług maklerskich świadczonych na rynku OTC.

Jednym z głównych ogólnych postulatów wynikających z naszej analizy jest konieczność stosowania testów proporcjonalności planowanych regulacji. Przy tworzeniu projektów aktów prawnych w obszarze rynku kapitałowego postuluje się także stosowanie tzw. kalkulatora kosztów dla adresatów danego aktu prawnego oraz prowadzenie analiz wszystkich potencjalnych skutków społeczno- ekonomicznych z perspektywy uczestników rynku oraz specyfiki i konkurencyjności rynku kapitałowego w Polsce. Analizy te należy opracowywać przede wszystkim w pracach nad aktami prawnymi na szczeblu unijnym, a potem również na szczeblu krajowym, w szczególności, gdy w procesie implementacji przepisów unijnych rozważane są tzw. opcje krajowe.

Przy transpozycji unijnych aktów prawnych do prawa krajowego postuluje się także stosowanie zasady „Unia Europejska +0”, której celem jest unikanie przede wszystkim zjawiska tzw. goldplatingu, czyli nadmiernej lub bardziej restrykcyjnej transpozycji dyrektywy unijnej. Ze zjawiskiem tym mieliśmy do czynienia wielokrotnie w przypadku regulacji dotyczących rynku kapitałowego.

Aneks – szczegółowy opis kluczowych regulacji, którym zostały poddane domy maklerskie w ostatnich latach.

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 (zwana dalej MIFID I)²¹

W Polsce MIFID został zaimplementowany w drodze ustawy z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw²². Przepisy ustawy weszły w życie 21 października 2009 r.

Celem pakietu MIFID było przede wszystkim wzmocnienie zestawu reguł dla usług inwestycyjnych i rynków regulowanych w celu ochrony inwestorów i zachowania integralności rynku poprzez ustanowienie zharmonizowanych wymogów dla prowadzenia działalności przez autoryzowanych pośredników, a także wspieranie uczciwości, przejrzystości, efektywności i integracji rynków finansowych. Realizacja tego celu wymagała od domów maklerskich sprostania wielu nowym obowiązkom informacyjnym wobec samych klientów oraz KNF.

Zgodnie z naczelną zasadą MIFID firmy inwestycyjne miały świadczyć swe usługi uczciwie, sprawiedliwie i profesjonalnie, zgodnie z najlepiej pojętymi interesami klientów.

W tym celu MIFID nałożył na firmy inwestycyjne następujące obowiązki:

- przekazywania klientom kompleksowych, zrozumiałych informacji dotyczących zarówno przedsiębiorstwa inwestycyjnego, oferowanych instrumentów finansowych, podmiotów realizujących zlecenia, kosztów oraz opłat, zaś dokumentacja uzgodniona z klientem musiała być rejestrowana przez firmę inwestycyjną;
- podejmowania wszelkich właściwych kroków, które miały umożliwić klientowi uzyskanie możliwie najlepszych wyników, co skutkowało obowiązkiem dla domów maklerskich opracowania dla każdego instrumentu specjalnej polityki realizacji zleceń umożliwiającą osiągnięcie najlepszego wyniku, a następnie obowiązkiem monitorowania ich wykonywania;
- prowadzenia monitoringu czy toku świadczenia usług nie dochodzi do sprzeczności interesów m.in. pomiędzy personelem kierowniczym, pracownikami i przedstawicielami lub osobami kontrolowanymi, a ich klientami oraz posiadania odpowiednich procedur w tym zakresie;
- klasyfikacji klientów ze względu na posiadaną wiedzę oraz doświadczenie inwestycyjne oraz sprzedaży im odpowiedniego produktu finansowego;
- ostrzeżenia dla klientów o tym, że produkt nie jest dla nich odpowiedni;
- przeprowadzanie oceny wiedzy i doświadczenia klienta, które ma klientowi pozwolić na zrozumienie ryzyka związanego z transakcją lub zarządzaniem jego portfelem.

MIFID zwiększył również istotnie liczbę obowiązków informacyjnych wobec organu nadzoru – KNF, m.in.:

- w przypadku usługi organizowania alternatywnego systemu obrotu wprowadzono szereg uprawnień po stronie KNF mających na celu zagwarantowanie bezpieczeństwa obrotu;
- wymóg nadzorowania przez firmy inwestycyjne działalności jej agentów;

²¹ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32004L0039>

²² Dz.U. 2009 nr 165 poz. 1316

- powiadamiania nadzorca o wszelkich zmianach w jego zarządzaniu oraz strukturze właścicielskiej (w odniesieniu do podmiotów posiadających znaczne pakiety akcji);

- przechowywania do dyspozycji organów nadzoru przynajmniej 5 lat, właściwe dane odnoszące się do wszystkich transakcji na instrumentach finansowych, które realizują na własny rachunek, czy też w imieniu klienta;

W odniesieniu do struktury organizacyjnej, MIFID zobowiązał domy maklerskie do:

- ustanowienia polityki i procedury compliance,

- zabezpieczenia na wypadek niewypłacalności przedsiębiorstwa oraz zapobiegania wykorzystywaniu instrumentów należących do klientów na własny rachunek,

- prowadzenia rejestrów wszystkich usług i transakcji, utworzenia niezależnej komórki do spraw zgodności z prawem, odpowiadającej za monitorowanie zgodności, prowadzenia regularnej samooceny,

- unikania dodatkowego ryzyka przy powierzaniu istotnych funkcji wykonawczych podmiotom zewnętrznym [outsourcing],

- notyfikacji zamiaru pośredniego zbywania akcji domu maklerskiego i nabywania akcji domu maklerskiego;

Wprowadzono również odpowiedzialność administracyjną domów maklerskich z tytułu naruszenia przez dany podmiot przepisów prawa.

Za jedną z kluczowych i zarazem problematycznych kwestii będących konsekwencją MIFID jest outsourcing usług przez firmy inwestycyjne. Firmy inwestycyjne na rozwiniętych rynkach finansowych powszechnie wykorzystują outsourcing w swej działalności. Outsourcing sprzyja bowiem wzrostowi konkurencyjności krajowych firm inwestycyjnych dzięki obniżce kosztów rozwiązań informatycznych. Zarówno prawo unijne, jak i polskie nie określają precyzyjnie jakiego rodzaju czynności firm inwestycyjnych będą uznawane za outsourcing. Fakt ten skutkuje szerokim obszarem interpretacji i uznaniowości i stanowi poważną barierę w prowadzeniu działalności maklerskiej. Tak stan rzeczy wpływa na wzrost kosztów stałych po stronie domów maklerskich (np. kwestia sub-outsourcingu).

Dyrektywa 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych²³ (zwana dalej Pakietem CAD/CRD)

Zmiany w sposobie obliczania ryzyka rynkowego i kredytowego oraz wymogi kapitałowe

Transpozycja przepisów dyrektywy CAD/CRD do polskiego porządku prawnego nastąpiła w drodze nowelizacji ustawy Prawo bankowe z dnia 26 stycznia 2007 r.²⁴, uchwały KNB z 13 marca 2007 r.²⁵ oraz nowelizacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 4 września 2008 r.²⁶

Implementacja CAD/CRD koncentrowała się na trzech podstawowych zagadnieniach:

- 1) minimalnych wymogach kapitałowych,
- 2) procesie badania nadzorczego,
- 3) i dyscyplinie rynkowej.

Nowe regulacje wprowadziły zmiany w sposobie obliczania ryzyka rynkowego i kredytowego oraz odrębne wyliczanie wymogów kapitałowych dla ryzyka operacyjnego, co wiązało się dla domów maklerskich z wysokimi kosztami dostosowania.

²³ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/pl/TXT/?uri=CELEX%3A32006L0049>

²⁴ Dz.U. 2007 nr 42 poz. 272

²⁵ https://www.knf.gov.pl/Images/ui_2007_tcm75-8527.pdf

²⁶ **Dz.U. 2009 nr 165 poz. 1316**

Domy maklerskie otrzymały możliwość, za zgodą KNF, samodzielnego szacowania wymagań kapitałowych przy pomocy własnych zaawansowanych modeli oraz oceny ryzyka na jakie narażony jest dom maklerski, co dawało dokładniejsze powiązanie wymogów kapitałowych z ryzykiem występującym w ich działalności.

Zgodnie z nowymi zasadami, wysokość kapitałów nadzorowanych (kapitał, jaki musiał utrzymywać dom maklerski) miał być większą z dwóch wielkości: całkowitego wymogu kapitałowego lub kapitału wewnętrznego.

W celu obliczania kapitału wewnętrznego domy maklerskie zostały zobowiązane do wprowadzenia wewnętrznego procesu oceny adekwatności kapitałowej, a także zostały zobowiązane do posiadania systemu zarządzania ryzykiem, którego elementem miał być wyżej wymieniony wewnętrzny proces oceny adekwatności kapitałowej. Wewnętrzny proces oceny adekwatności kapitałowej stosowanego przez dom maklerski będzie przedmiotem badania i oceny KNF. Informacje związane z obliczaniem i utrzymywaniem wymogów kapitałowych podlegają ujawnieniu przez domy maklerskie²⁷.

Dyrektywa CAD/CRD nałożyła także na KNF nowe obowiązki nadzorcze w stosunku do domów maklerskich, które wcześniej nie były realizowane przez KNF, ani KPWiG. W celu zabezpieczenia efektywności nadzoru nad wymogami kapitałowymi sprawowanymi przez KNF, zaproponowano określenie dodatkowych narzędzi nadzorczych poprzez zdefiniowanie sankcji możliwych do nałożenia na domy maklerskie.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/111/WE z dnia 16 września 2009 r. zmieniająca dyrektywy 2006/48/WE, 2006/49/WE i 2007/64/WE w odniesieniu do banków powiązanych z centralnymi instytucjami, niektórych pozycji funduszy własnych, dużych ekspozycji, uzgodnień w zakresie nadzoru oraz zarządzania w sytuacji kryzysowej (zwana dalej Pakietem CRDII)²⁸

Zmiany w zakresie wymogów adekwatności kapitałowej

Pakiet CRD II miał na celu zwiększenie stabilności i bezpieczeństwa rynku finansowego poprzez wprowadzenie zmian w zakresie wymogów adekwatności kapitałowej dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, określając zasady dotyczące obliczania funduszy własnych oraz zasady ich nadzoru ostrożnościowego. Termin implementacji CRD II wyznaczony został na 31 grudnia 2010 r.

Pakiet CRD II został zaimplementowany do prawa polskiego w drodze ustawy z dnia 28 kwietnia 2011 r. o zmianie ustawy - Prawo bankowe, ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym²⁹.

Pakiet ten wprowadził limity zaangażowania domów maklerskich finansujących spółki spoza sektora finansowego. Dom maklerski będzie mógł zainwestować w pojedynczy podmiot nie więcej niż 15% jego kapitałów nadzorowanych (rozumianych jako kapitały własne pomniejszone o aktywa ryzykowne). Dodatkowo, łączna wartość wspomnianej inwestycji nie będzie mogła przekroczyć 60% kapitałów nadzorowanych. Sytuacja ta stanowiła znaczące utrudnienie w prowadzeniu działalności inwestycyjnej w szczególności przez mniejsze domy maklerskie angażujące się w walory spółek w procesie pre-IPO, prowadzące działalność private equity oraz inwestujące w akcje spółek z GPW na własny rachunek.

Jedną z ważniejszych zmian wpływających na swobodę działalności domów maklerskich było upoważnienie KNF do ingerencji w różne aspekty prowadzonej przez domy maklerskie działalności gospodarczej. Dyrektywa ta poszerzyła również zakres operacji (czynności), na które dom maklerski musiał uzyskać zgodę Komisji. Zgoda KNF zaczęła być wymagana na:

- 1) zaliczenie do kapitałów nadzorowanych domu maklerskiego instrumentów finansowych wyemitowanych przez dom maklerski, innych niż akcje albo udziały, o nieoznaczonym terminie wykupu lub z pierwotnym terminem zapadalności wynoszącym co najmniej 30 lat;

²⁷ Informacja o rządowym projekcie ustawy o zmianie ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw wraz z projektami aktów wykonawczych (druk 64), Biuro Analiz Sejmowych, <http://orka.sejm.gov.pl/rexdomk6.nsf/Opdodr?OpenPage&nr=64>

²⁸ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/ALL/?uri=CELEX:32009L0111>

²⁹ Dz. U. Nr 131, poz. 763

- 2) wykup lub umorzenie instrumentów wymienionych wyżej w punkcie 1, zaliczonych do kapitałów zasadniczych domu maklerskiego;
- 3) zaliczanie przez dom maklerski kapitałów uzupełniających III kategorii do kapitałów nadzorowanych.

Dodatkowo w rozporządzeniu wykonawczym do dyrektywy³⁰ ustawodawca szczegółowo określił zakres i szczegółowe zasady wyznaczania całkowitego wymogu kapitałowego, maksymalną wysokość kredytów, pożyczek i wyemitowanych dłużnych papierów wartościowych w stosunku do kapitałów dla tych domów maklerskich, warunki zarządzania ryzykiem i funkcjonowania systemu kontroli wewnętrznej w domu maklerskim oraz szacowania przez dom maklerski kapitału wewnętrznego i dokonywania przeglądów procesu szacowania i utrzymywania tego kapitału.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/76/UE z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie zmiany dyrektyw 2006/48/WE oraz 2006/49/WE w zakresie wymogów kapitałowych dotyczących portfela handlowego i restrukturyzacji oraz przeglądu nadzorczego polityki wynagrodzeń³¹ (zwane dalej CRD III)

Zwiększenie kontroli wynagrodzeń osób podejmujących ryzykowne decyzje mogące zagrażać stabilności finansowej

Dyrektywa została wydana w związku z bankructwami wielu instytucji na rynku finansowym, co było spowodowane podejmowaniem przez nie nadmiernego ryzyka. Unijny prawodawca uznał, że jednym z czynników przyczyniających się do takiej sytuacji była nieodpowiednia struktura wynagrodzeń w instytucjach finansowych. Celem CRD III było więc zwiększenie kontroli wynagrodzeń osób podejmujących ryzykowne decyzje mogące zagrażać stabilności finansowej. Na firmy inwestycyjne został nałożony wymóg stosowania polityki wynagrodzeń zgodnej z zasadami skutecznego zarządzania ryzykiem - dla pracowników, których działania mają istotny wpływ na profil ryzyka danej instytucji³². Rozwiązania te kierowane były przede wszystkim do specyfiki działalności banków inwestycyjnych, utrzymujących znaczne portfele handlowe i prowadzące działalność inwestycyjną³³.

W Polsce implementacja CRD III nastąpiła w drodze ustawy z 28 kwietnia 2011 r. o zmianie ustawy Prawo bankowe, ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, która weszła w życie 12 lipca 2011 r.³⁴ i upoważniła Ministra Finansów do ustalenia dla domów maklerskich wytycznych określających politykę zmiennych wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze w bankach i domach maklerskich.

Rezultatem prac jest rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 2 grudnia 2011 r. w sprawie zasad ustalania przez dom maklerski polityki zmiennych składników wynagrodzeń osób zajmujących stanowiska kierownicze.³⁵ Zgodnie z tą regulacją, w przypadku funkcjonowania systemu ustalania wysokości składników wynagrodzeń zależnych od wyników, za podstawę wysokości wynagrodzenia przyjęto ocenę efektów pracy danej osoby lub danej jednostki organizacyjnej w odniesieniu do ogólnych wyników domu maklerskiego (w oparciu o dane z co najmniej trzech ostatnich lat obrotowych). Wprowadzono także kilka postanowień odnoszących się wyłącznie do tak zwanych znaczących domów maklerskich. W ich przypadku co najmniej 50% zmiennych składników wynagrodzeń to co do zasady akcje lub udziały domu maklerskiego lub inne instrumenty finansowe, których wartość jest powiązana z sytuacją finansową domu maklerskiego. Co więcej, w ich przypadku co najmniej 40% zmiennych składników wynagrodzenia musi być uzależniona od efektów pracy danej osoby.

³⁰ Rozporządzenie Ministra Finansów 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, Dz.U. z 2012 r. poz. 1072.

³¹ Dz. U. UE L 329/3 z dnia 14.12.2010 r.

³² <http://serwer1390605.home.pl/wp/wp-content/uploads/2015/06/4-10-2011.pdf>

³³ <http://serwer1390605.home.pl/wp/wp-content/uploads/2015/06/4-10-2011.pdf>

³⁴ Dz. U. Nr 131, poz. 763

³⁵ Dz.U. 2011 nr 263 poz. 1569

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 (zwane dalej EMIR)³⁶

Nowe obowiązki ewidencjonowania i zgłaszania do repozytorium transakcji zawieranych pochodnych na rynku regulowanym oraz poza nim (OTC)

Kolejną regulacją, która nałożyła na domy maklerskie nowe obowiązki regulacyjne było Rozporządzenie EMIR oraz powiązane z nim akty wykonawcze³⁷.

EMIR wszedł w życie 16 sierpnia 2012 r., ale jego pełne wdrożenie zostało odsunięte w czasie z uwagi na czas potrzebny do wejścia w życie rozporządzeń delegowanych oraz aktów wykonawczych. Większość powiązanych z Rozporządzeniem aktów wykonawczych weszło w życie 15 marca 2013 r., przy czym dla niektórych obowiązków wprowadzone zostały okresy przejściowe (szczegółowy wykaz znajduje się w art. 5 Rozporządzenia 1247/2012).

EMIR nałożył na domy maklerskie obowiązki związane głównie z zawieraniem transakcji pochodnych na rynku regulowanym oraz poza nim (OTC). Przepisy EMIR mają zastosowanie do kontrahentów finansowych oraz niefinansowych, o ile przekroczą oni określone progi wartości pozycji na rynku OTC (progi wymienione są w art. 11 Rozporządzenia 149/2013).

Rozporządzenie to wprowadziło m.in. nową kategorię podmiotu na rynku usług finansowych – CCP, który to podmiot, jest nabywcą dla każdego sprzedawcy i sprzedawcą dla każdego nabywcy (np. KDPW_CCP). Od 12 lutego 2014 r. domy maklerskie mają obowiązek ewidencjonowania i zgłaszania do repozytorium transakcji zarejestrowanego zgodnie z wymogami EMIR, zarówno transakcji na instrumentach pochodnych giełdowych oraz zawieranych na OTC. Informacje te muszą być zgłaszane nie później niż w dniu roboczym następującym po zawarciu, zmianie lub rozwiązaniu kontraktu. Raportowanie obejmuje transakcje zawarte od 16 sierpnia 2012 r. oraz wcześniejsze, które obowiązują nadal w tym dniu. W celu realizacji obowiązku, domy maklerskie muszą uzyskać numer LEI (*Legal Entity Identifier*) – indywidualny kod identyfikujący strony transakcji. W odniesieniu do rynku regulowanego obowiązek ten może być realizowany przez KDPWP_CCP. Obowiązek uczestnictwa w systemie raportowania wymaga od domów maklerskich posiadania odpowiednich systemów umożliwiających raportowanie transakcji lub ponoszenie opłat związanych z nabyciem usługi tego rodzaju.

W odniesieniu do kontraktów, które nie muszą być obowiązkowo rozliczane przez CCP, domy maklerskie mają obowiązek ograniczania ryzyka poprzez: przestrzeganie określonych procedur i uzgodnień zapewniających monitorowanie i zarządzanie ryzykiem operacyjnym oraz kredytowym, obejmujące m. in. terminowe zatwierdzanie warunków kontraktu, uzgadnianie portfeli (porównanie i weryfikacja danych), procedur w zakresie wykrywania i rozstrzyganie sporów pomiędzy stronami, dotyczących uznania kontraktu, wycen lub wymiany zabezpieczeń, a także poprzez monitorowanie wartości kontraktów.

Polska ustawa przewiduje również wysokie kary za niewypełnienie obowiązków EMIR, nakładane przez KNF w drodze decyzji (art. 173a UOIF). Wysokość kar, które dom maklerski może ponieść za uchybienie obowiązkowi jest wysoka i zależna od wysokości osiąganego przychodu:

³⁶ Dz. U. UE L 201/1 z dnia 27.7.2012 r.

³⁷ Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) NR 149/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących pośrednich uzgodnień rozliczeniowych, obowiązku rozliczania, rejestru publicznego, dostępu do systemu obrotu, kontrahentów niefinansowych, technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego (Dz. U. UE L 52/11 z dnia 23.02.2013 r.), Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) NR 148/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających minimalny poziom szczegółowości informacji podlegających zgłoszeniu repozytorium transakcji (Dz. U. UE L 52/1 z dnia 23.2.2013 r.), Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) NR 1247/2012 z dnia 19 grudnia 2012 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do formatu i częstotliwości dokonywania zgłoszeń dotyczących transakcji do repozytoriów transakcji zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz. U. UE L 353/20 z dnia 21.12.2012 r.), Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2015/2205 z dnia 6 sierpnia 2015 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących obowiązku rozliczania (Dz. U. UE L 314/13 z dnia 1.12.2015 r.)

- do 10 000 000 zł, nie więcej niż 10% przychodu wykazanego w ostatnim zbadanym albo zatwierdzonym sprawozdaniu finansowym,
- do 10 000 000 zł, jeżeli wbrew obowiązkowi nie sporządzili lub nie poddali badaniu sprawozdania finansowego,
- do 1 000 000 zł – w przypadku kontrahentów, którzy nie mają obowiązku sporządzania sprawozdania finansowego.

Ustawa z dnia 5 grudnia 2014 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw³⁸

Celem ustawy było dostosowanie polskich przepisów do Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego oraz Rozporządzenia 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 transakcji³⁹.

Ustawa dotyczyła uregulowania materii związanej z dokonywaniem krótkiej sprzedaży rozumianej jako strategia inwestycyjna polegająca na sprzedaży papierów wartościowych niebędących własnością sprzedającego.

Ustawa ta też zmieniła sposób inwestowania przez klientów detalicznych firm inwestycyjnych w instrumenty pochodne, które nie są rozliczane przez CCP – instytucję rozliczeniową posiadającą status centralnego kontrahenta. Nowelizacja ustanowiła minimalną wysokość wymaganego depozytu zabezpieczającego, potrzebnego do realizacji przez firmę inwestycyjną zlecenia klienta detalicznego nabycia lub zbycia instrumentów pochodnych. Ustawa określiła wysokość depozytu na poziomie 1% wartości nominalnej instrumentu finansowego, tj. wprowadzono ograniczenie stosowania przez firmy inwestycyjne, tzw. dźwigni finansowej do poziomu 1:100. Zmiana weszła w życie 16 lipca 2015 r.

Ustawa z dnia 12 czerwca 2015 r. o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym oraz niektórych innych ustaw⁴⁰

Celem ustawy była zmiana modelu finansowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym, poprzez rozszerzenie partycypacji poszczególnych grup podmiotów prowadzących działalność na rynku kapitałowym w ponoszeniu kosztów nadzoru nad tym rynkiem.

Model który funkcjonował przed wejściem w życie ustawy nie był spójny z modelami funkcjonującymi w pozostałych sektorach rynku finansowego (bankowym, ubezpieczeniowym, emerytalnym), nie obejmował bowiem podmiotów prowadzących działalność na rynku kapitałowym oraz nierówno rozkładał koszty pomiędzy poszczególne grupy podmiotów. W około 87% koszty nadzoru pokrywane były z opłat wnoszonych przez GPW i KDPW.

Ustawa objęła bezpośrednimi opłatami za nadzór nad rynkiem kapitałowym również domy maklerskie, obok TFI, spółek publicznych, izb rozliczeniowych, izb rozrachunkowych, itd. Wg nowych przepisów od domu maklerskiego pobiera się roczną opłatę ustaloną na podstawie średniej wartości przychodów ogółem w okresie trzech lat poprzedzających rok, za który należna jest opłata, w wysokości nie większej niż 0,5% tej średniej, jednak nie mniej niż równowartość w złotych 750 euro (jest to kwota 4 mln zł).

Ograniczenie opłat ponoszonych na pokrycie kosztów nadzoru przez GPW i KDPW miało znaleźć odzwierciedlenie w wysokości opłat ponoszonych na rzecz GPW i KDPW przez podmioty działające na rynku kapitałowym, w szczególności przez domy maklerskie. W dalszej kolejności zmiana ta miała dać możliwość obniżek prowizji pobieranych przez domy maklerskie od inwestorów giełdowych, zarówno instytucjonalnych, jak i indywidualnych⁴¹.

Ustawa o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym⁴²

³⁸ Dz.U. 2015 poz. 73

³⁹ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32012R0919>

⁴⁰ Dz.U. 2015 poz. 1260

⁴¹ KNF, Propozycja zmiany modelu finansowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym, 28.05.2012, www.knf.gov.pl

⁴² Dz.U. 2015 poz. 1348

Rzecznik Finansowy i postępowanie reklamacyjne

W dniu 5 sierpnia 2015 r. uchwalono ustawę o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym. Ustawa ta weszła w życie 11 października 2015 r., i w tym dniu Rzecznik Ubezpieczonych stał się Rzecznikiem Finansowym (dalej: „Rzecznik”).

Rzecznik finansowy reprezentuje interesy klientów podmiotów rynku finansowego. Ustawa ta objęła swym zakresem wszystkie instytucje finansowe, w tym domy maklerskie. Ustawa wskazuje maksymalne kwoty stawek opłat przekazywanych na działalność Rzecznika, dla firm inwestycyjnych opłata ta wynosi 0.02% średniej wartości przychodów ogółem w okresie trzech lat poprzedzających rok, za który jest należna opłata.

Objęcie nadzorem Rzecznika Finansowego oraz wdrożenie nowego postępowania reklamacyjnego spowodowało po stronie instytucji finansowych znaczny wzrost kosztów prowadzonej działalności gospodarczej.

Warto w tym miejscu podkreślić, iż KNF w dniu 26 maja 2015 r. podjęła uchwałę w sprawie nowych „Zasad rozpatrywania reklamacji przez instytucje finansowe”, które zastąpią dotychczas obowiązujące wytyczne KNF w tym zakresie z dnia 10 maja 2011 r. Nowe zasady uchwalone przez KNF w dniu 26 maja 2015 r. zawierają w sobie dotychczasowe wytyczne KNF w sprawie rozpatrywania reklamacji oraz wytyczne opublikowane przez Europejskie Urzędy.

Ponadto, firmy inwestycyjne świadczą usługę maklerską na podstawie regulaminu oraz umowy o świadczenie tej usługi zawartej z klientem, to jest § 24 ust.1 rozporządzenia z dnia 24 września 2012 r. w sprawie w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków. Zgodnie z § 25 ust.13 pkt 10 powołanego wyżej rozporządzenia regulamin świadczenia usług maklerskich obowiązkowo zawiera sposoby i terminy załatwiania skarg składanych przez klienta (*powielanie kompetencji organów nadzoru, w praktyce prowadzi do nadmiernych uciążliwości po stronie firm inwestycyjnych oraz może prowadzić do wydawania przez organy nadzorcze decyzji które będą pozostawały ze sobą w sprzeczności*).

ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012⁴³ oraz

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE⁴⁴, (zwane dalej Pakietem CRDIV/CRR)

Rozporządzenie CRR jest w całości wiążące i bezpośrednio stosowane we wszystkich państwach członkowskich Unii Europejskiej od 1 stycznia 2014 r. Jako termin implementacji dyrektywy wskazano zaś 31 grudnia 2013 r., z wyjątkiem przepisów dyrektywy dotyczących buforów kapitałowych, które mają zastosowanie od 1 stycznia 2016 r.

Pakiet CRDIV/CRR został zaimplementowany w Polsce w drodze ustawy z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu ryzykiem kryzysowym w systemie finansowym, które weszły w życie od 1 listopada 2015 r.⁴⁵.

Do najważniejszych zmian, jakie znalazły się w pakiecie CRD IV/CRR, zaliczyć można:

- podniesienie jakości, spójności i transparentności funduszy własnych,
- objęcie wymogami kapitałowymi dodatkowych rodzajów ryzyka (np. związanych z instrumentami pochodnymi),
- ograniczenie lewarowania (tj. współczynnika dźwigni),
- wprowadzenie dedykowanych rozwiązań antycyklicznych, w postaci antycyklicznego bufora kapitałowego,
- wprowadzenie wiążących norm płynności krótko- i długoterminowej,
- uszczegółowienie zagadnień związanych z ładem korporacyjnym i zarządzaniem ryzykiem.

⁴³ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/pl/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0575&from=EN>

⁴⁴ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32013L0036>

⁴⁵ Dz.U. 2015 poz. 1513

Rozporządzenie CRR wprowadziło wymogi w zakresie funduszy własnych instytucji finansowych – współczynnik kapitału podstawowego Tier I na poziomie 4,5%, współczynnik kapitału Tier I na poziomie 6% oraz łączny współczynnik kapitałowy na poziomie 8%. Każda instytucja przedstawia właściwemu organowi sprawozdanie z wykonania tych obowiązków co najmniej raz na pół roku.

Regulacja wprowadziła także wymogi w zakresie funduszy własnych z tytułu ryzyka rynkowego, z tytułu ryzyka rozliczenia oraz z tytułu ryzyka związanego z korektą wyceny kredytowej.

Dyrektywa CRD IV wprowadziła zaś wymogi dotyczące kapitału założycielskiego (sumy rzędu od kilkudziesięciu do kilkuset tysięcy Euro) firm inwestycyjnych jak również w niektórych przypadkach dotyczące ubezpieczenia odpowiedzialności z tytułu prowadzenia działalności zawodowej. Regulacja wprowadziła również szereg buforów kapitałowych dotyczących się domów maklerskich – bufor zabezpieczający z kapitału podstawowego Tier 1 (2,5% łącznej kwoty ekspozycji na ryzyko), bufor antycykliczny oraz fakultatywny dla państw członkowskich bufor ryzyka systemowego (z kapitału podstawowego Tier 1, ustanawiany w odniesieniu do sektora finansowego lub co najmniej jednego podzbioru tego sektora). Za nieprzestrzeganie tych buforów grożą ograniczenia w zakresie wypłat zysków.

Z punktu widzenia domów maklerskich kluczowe znaczenie mają jednak obligatoryjne sankcje administracyjne wprowadzone przez dyrektywę CRD IV. Zgodnie z Dyrektywą, sankcje i inne środki administracyjne muszą być skuteczne, proporcjonalne i odstrasżające. Organom państw członkowskich przyznano uprawnienia informacyjno-dochodzeniowe oraz umożliwiono im dokonywanie inspekcji w lokalach kontrolowanych podmiotów. Dyrektywa zezwala, aby sankcje za naruszenia można nakładać na członków organu zarządzającego danej instytucji finansowej oraz na inne osoby fizyczne odpowiedzialne za dane naruszenie.

Polskie przepisy implementujące pakiet CRDIV/CRR przewidują:

- możliwość nałożenia na firmę inwestycyjną, która narusza przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi lub przepisy nieograniczonego kręgu innych ustaw mających zastosowanie do działalności firmy inwestycyjnej kary w wysokości do 10% przychodu wykazanego w ostatnim zbadanym sprawozdaniu finansowym za rok obrotowy.
- w sytuacji, w której finansowa spółka holdingowa, finansowa spółka holdingowa o działalności mieszanej lub spółka holdingowa o działalności mieszanej narusza przepisy ustawy, przepisy wydane na jej podstawie oraz przepisy rozporządzenia 575/2013 Komisja może nałożyć karę pieniężną do 10% przychodu wykazanego w ostatnim zbadanym sprawozdaniu finansowym za rok obrotowy a na osobę fizyczną odpowiedzialną za zaistniałe naruszenie do wysokości 20 mln. zł.
- że na każdą osobę fizyczną, która zgodnie z art. 110 m ust. 1-3 oraz 110 zd ust. 1 i 3 nie przekazała Komisji dowolnej informacji w dowolnym terminie zgodnie z żądaniem skierowanym przez Komisję lub jej upoważnionego przedstawiciela, Komisja może nałożyć karę pieniężną w wysokości 1 mln zł.

Zgodnie z polskimi przepisami domy maklerskie muszą także utrzymywać w każdym czasie poziom funduszy własnych, o których mowa w art. 4 ust. 1 pkt 118 rozporządzenia 575/2013, na poziomie nie niższym niż poziom kapitału wewnętrznego, czego Dyrektywy CRD IV nie nakazuje. Artykuł 73 Dyrektywy wskazuje, że jedynie należy posiadać odpowiednie procedury pozwalające na stałe utrzymywanie poziomu funduszy własnych o czym jest już mowa w zdaniu drugim art.110 e ust.1 projektu ustawy.

Zmiana ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów

Zwiększone uprawnienia Prezesa UOKiK

W dniu 5 sierpnia 2015 r. uchwalono nowelizację ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów, która weszła w życie 17 kwietnia 2016 r.⁴⁶.

Nowelizacja ta zwiększyła uprawnienia Prezesa UOKiK. Na mocy tej nowelizacji Prezes UOKiK zyskał prawo do wydawania, w trybie administracyjnym, decyzji w sprawie zakazu stosowania niedozwolonych postanowień wzorców umowy, a także prawo do wydawania tzw. decyzji tymczasowych – na wzór postępowań w sprawie praktyk ograniczających konkurencję. Decyzje te mają stanowić szybką reakcję na praktyki zagrażające

⁴⁶ Dz.U. 2015 poz. 1634

zbiorowym interesom konsumentów. Decyzja tymczasowa może zobowiązać przedsiębiorcę do zaniechania określonych działań jeszcze w toku postępowania w sprawie naruszenia zbiorowych interesów konsumentów.

Z perspektywy wszystkich instytucji finansowych kluczowe było jednak rozszerzenie katalogu praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów poprzez dodanie praktyki, która ma na celu zwalczanie tzw. misselingu na etapie oferowania produktu przez przedstawicieli przedsiębiorcy. Praktyką naruszającą zbiorowe interesy konsumentów staje się „proponowanie konsumentom nabycia usług finansowych, które nie odpowiadają potrzebom tych konsumentów ustalonym z uwzględnieniem dostępnych przedsiębiorcy informacji w zakresie cech tych konsumentów lub proponowanie nabycia tych usług w sposób nieadekwatny do ich charakteru” (art. 24 ust. 2 pkt 4 ustawy).

Na mocy tej nowelizacji wprowadzona została również instytucja "tajemniczego klienta", która pozwala na uzyskanie dowodów w postępowaniu w sprawie praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów. Należy jednakże zaznaczyć, że UOKiK może skorzystać z tego rozwiązania tylko za zgodą sądu.

Ustawa z dnia 9 października 2015 r. o wykonywaniu umowy między Rządem Rzeczypospolitej Polskiej a Rządem Stanów Zjednoczonych Ameryki w sprawie poprawy wypełniania międzynarodowych obowiązków podatkowych oraz wdrożenia ustawodawstwa FATCA⁴⁷

Obowiązek wymiany informacji

Dodatkowe obowiązki regulacyjne dla domów maklerskich są w ostatnich latach spowodowane nie tylko regulacjami UE, ale także umowami z innymi krajami, z którymi Polska posiada stosunki gospodarcze. W dniu 7 października 2014 r. Polska zawarła z USA umowę w sprawie poprawy wypełniania międzynarodowych obowiązków podatkowych oraz wdrożenia ustawodawstwa FATCA, na mocy której zobowiązała się do wprowadzenia regulacji służących wykonywaniu FATCA.

Regulacje FATCA mają na celu zobligowanie zagranicznych instytucji finansowych (FFI) do zawierania porozumień, bezpośrednio z amerykańską administracją skarbową (IRS), zobowiązujących do przekazywania do USA danych o stanach rachunków, uzyskiwanych dochodach oraz ich właścicielach, będących podatnikami tego kraju, dla celów weryfikacji prawidłowości zobowiązań podatkowych.

Ustawodawstwo FATCA przewiduje, że w przypadku odmowy zawarcia porozumienia z IRS, instytucja finansowa uzyskująca dochody ze źródeł na terenie USA, obciążona będzie podatkiem w wysokości 30%, co w istocie prowadziłoby do konieczności odstąpienia przez instytucje finansowe do inwestowania na rynku USA, np. w amerykańskie papiery wartościowe. W ramach porozumień w IRS polskie instytucje finansowe zostały zobowiązane do identyfikowania amerykańskich rachunków raportowanych oraz rachunków posiadanych przez wyłączone instytucje finansowe, a także pozyskiwania i przekazywania ministrowi właściwemu do spraw finansów publicznych lub organowi upoważnionemu informacji o amerykańskich rachunkach lub informacji o braku konieczności raportowania.

Po wejściu w życie ustawy FATCA domy maklerskie zostały zobowiązane przy otwarciu rachunku dla nowego klienta do uzyskania oświadczeń dotyczących rezydencji lub obywatelstwa USA (w przypadku osób fizycznych) albo oświadczenia określającego status FACTA (dla osób prawnych i jednostek organizacyjnych). W niektórych przypadkach domy maklerskie są zobowiązane wystąpić o dostarczenie dokumentów potwierdzających status rezydencji podatkowej. W stosunku do klientów instytucjonalnych domy maklerskie muszą zweryfikować zarówno nich samych, jak i ich ostatecznych beneficjentów w zakresie rezydencji podatkowej. Brak oświadczenia uniemożliwia otwarcie nowego rachunku. Ponadto, domy maklerskie zostały zobowiązane do odebrania powyższych oświadczeń również od istniejących klientów, których rachunki zostały otwarte w okresie od 1 lipca 2014 r. do 30 listopada 2015 r.

⁴⁷ Umowa między rządem Rzeczypospolitej Polskiej a Rządem Stanów Zjednoczonych Ameryki w sprawie poprawy wypełniania międzynarodowych obowiązków podatkowych oraz wdrożenia ustawodawstwa FATCA, oraz towarzyszące Uzgodnienia Końcowe, podpisane w Warszawie dnia 7 października 2014 r., Dz. U. z 2015 r. poz. 1647.

Brak przekazania przez klienta oświadczenia FACTA skutkuje obowiązkiem blokady rachunku. Domy maklerskie są zobowiązane do monitorowania okoliczności, które mogłyby wpłynąć na zmianę oświadczenia, potwierdzenia jego zasadności na podstawie innych dokumentów i wyjaśnień od posiadaczy rachunków. W niektórych przypadkach domy maklerskie są zobowiązane do przekazywania informacji o klientach lub ich rachunkach bezpośrednio do ministra lub upoważnionego przez niego organu.

Postanowienia tej umowy zostały zaimplementowane w drodze ustawy z dnia 9 października 2015 r. o wykonywaniu umowy między Rządem Rzeczypospolitej Polskiej a Rządem Stanów Zjednoczonych Ameryki w sprawie poprawy wypełniania międzynarodowych obowiązków podatkowych oraz wdrożenia ustawodawstwa FATCA⁴⁸, która weszła w życie w dniu 1 grudnia 2015 r.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy⁴⁹.

Raportowanie pozafinansowe

Domy maklerskie, które spełniają kryteria jednostek zaufania publicznego – tj. zatrudniają powyżej 500 osób oraz osiągają sumę bilansową powyżej 20 mln EUR lub przychody netto powyżej 40 mln EUR rocznie zostały objęte także nowymi obowiązkami w zakresie raportowania pozafinansowego. Obowiązki te nakłada

Dyrektywa nakłada obowiązek ujawniania w sprawozdaniu z działalności, oświadczenia na temat informacji niefinansowych w zakresie co najmniej zagadnień społecznych, pracowniczych, środowiska naturalnego, poszanowania praw człowieka oraz przeciwdziałania korupcji i łapownictwu.

Obowiązek ten został zaimplementowany do prawa polskiego w ustawie o zmianie ustawy o rachunkowości z dnia 15 grudnia 2016 r.⁵⁰, która weszła w życie 26.01.2017 r. i ma zastosowanie po raz pierwszy do sprawozdań sporządzonych za rok obrotowy rozpoczynający się od dnia 1 stycznia 2017 r. Wymóg ten dla domów maklerskich oznacza obowiązek wprowadzenia nowej metodyki sporządzenia sprawozdań finansowych.

WYTYCZNE I STANOWISKA KNF

Stanowisko KNF z 27 maja 2014 w sprawie funkcjonowania systemu nadzoru zgodności z prawem⁵¹

Stanowisko KNF było związane z implementacją Dyrektywy MIFID I, która narzuciła także nowe zasady odnośnie wewnętrznego funkcjonowania firmy inwestycyjnej tj. warunków technicznych i organizacyjnych wymaganych do prowadzenia działalności nadzorowanej.

Nowowprowadzone przepisy uregulowały w sposób dotychczas nieznanymi takie zagadnienia jak: ogólne zasady związane z organizacją firmy inwestycyjnej, outsourcing, przechowywanie aktywów klientów, zarządzanie konfliktami interesów czy też reguły dokonywania inwestycji własnych przez osoby powiązane z firmą inwestycyjną.

Wśród implementowanych regulacji w obszarze warunków organizacyjnych wyróżnia się w pierwszej kolejności nowy kształt mechanizmów wewnętrznych firmy inwestycyjnej.

Prawodawca polski, w ślad za przepisami MiFID, wyróżnił cztery, następujące podstawowe systemy wewnętrzne, jakie winny funkcjonować w firmie inwestycyjnej:

- kontroli wewnętrznej,
- zarządzania ryzykiem,
- audytu wewnętrznego,
- nadzoru zgodności działalności z prawem (*compliance*).

⁴⁸ Dz. U. z 2015 r. poz. 1712.

⁴⁹ Dz. U. UE L 330 z 15.11.2014 r.

⁵⁰ Dz.U. z 2017 r. poz. 61.

⁵¹ https://www.knf.gov.pl/Images/list_czynosci_nadzorcze_28052014_tcm75-38064.pdf

Do momentu transpozycji w krajowych regulacjach prawnych przepisów systemu MiFID w krajowym prawie rynku kapitałowego istniały jedynie ogólne, cząstkowe regulacje związane z działalnością komórki nadzoru wewnętrznego.

Stanowisko KNF zmierzało do tego, aby każdy dom maklerski stworzył u siebie komórkę *compliance*, nie formalnie, a fizycznie.

W stanowisku KNF zebrał również listę oczekiwań w stosunku do organów spółek związanych z funkcjonowaniem takiej komórki, takie jak:

- odpowiedzialność w domach maklerskich za prawidłowe funkcjonowanie komórki do spraw nadzoru zgodności działalności z prawem,
- stopień obciążenia obowiązkami pracowników komórki do spraw nadzoru zgodności działalności z prawem,
- niezależność komórki do spraw nadzoru zgodności działalności z prawem - Kompetencje osób wykonujących czynności nadzoru zgodności działalności z prawem,
- dostęp osób wykonujących czynności nadzoru zgodności działalności z prawem do wszelkich informacji niezbędnych do prawidłowego wykonywania funkcji,
- regularna ocena adekwatności i skuteczności poprawności wdrożonych rozwiązań.

Stanowisko KNF z 30.12.2014 w sprawie przetwarzania danych osobowych klientów przez instytucje finansowe⁵²

KNF w swym stanowisku zwrócił uwagę instytucjom finansowym na przestrzeganie art. 26 ust. 1 pkt 3 ustawy o ochronie danych osobowych, który dotyczy obowiązków nałożonych na administratora danych osobowych dołożenia szczególnej staranności w celu ochrony danych osobowych, których one dotyczą. W szczególności KNF zwraca uwagę, aby dane te były merytorycznie poprawne. Wymaga to od instytucji finansowych aktualizacji tych danych, usuwania i poprawiania nieprawidłowych danych lub niekompletnych danych, co w konsekwencji ma zapewnić odpowiednią jakość danych.

Stanowisko KNF z 23.04.2015 w sprawie przechowywania środków pieniężnych klientów przez firmy inwestycyjne⁵³

Katalog usług maklerskich świadczonych przez firmy inwestycyjne jest zbiorem różnorodnych rodzajów działalności, które w sposób bezpośredni bądź pośredni umożliwiają inwestorom obecność i aktywność na rynku kapitałowym. Wśród nich przewidziano usługę prowadzenia rachunków pieniężnych, która ma niejako charakter służebny, tzn. umożliwia wykorzystanie posiadanych środków pieniężnych i realizację powziętych decyzji inwestycyjnych przez inwestora.

Prawodawca europejski, a w ślad za nim prawodawca krajowy, stworzył zbiór norm, mający na celu zagwarantowanie, że powierzone firmie inwestycyjnej środki pieniężne klientów są bezpiecznie deponowane, należycie ewidencjonowane (zgodnie z działaniami inwestycyjnymi klienta) i chronione przed wykorzystaniem przez firmę inwestycyjną lub osoby trzecie, z którymi nie łączą klienta żadne relacje kontraktowe (np. wierzycieli firmy inwestycyjnej).

W stanowisku tym KNF sformułował jeszcze raz zasady związane z przechowywaniem i rejestrowaniem stanu powierzonych środków pieniężnych przez klientów firmy inwestycyjnych oraz wskazanie, jakie działania pozwalają na realizację obowiązków wynikających z przepisów prawa.

- 1) Przechowywanie środków pieniężnych - odrębność środków pieniężnych klientów firmy inwestycyjnej od środków pieniężnych tej firmy.
- 2) Deponowanie środków pieniężnych powierzonych przez klientów w sposób odrębny od środków pieniężnych firmy inwestycyjnej.
- 3) Wybór deponenta środków pieniężnych powierzonych przez klientów.
- 4) Ewidencjonowanie zdeponowanych środków pieniężnych powierzanych przez Klientów

Stanowisko KNF z 21.07.2015 w sprawie wymaganego poziomu depozytu zabezpieczającego dla instrumentu finansowego ⁵⁴

⁵² https://www.knf.gov.pl/Images/Stanowisko_przetwarzanie_danych_przez_inst_fin_30122014_tcm75-40204.pdf

⁵³ https://www.knf.gov.pl/Images/przechowywanie_srodkow_pienieznych_tcm75-41325.pdf

Stanowisko KNF jest związane z ustawą z dnia 5 grudnia 2014 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, która ustanowiła minimalną wysokość wymaganego depozytu zabezpieczającego, potrzebnego do realizacji przez firmę inwestycyjną zlecenia klienta detalicznego nabycia lub zbycia instrumentów pochodnych. Ustawa określiła wysokość depozytu na poziomie 1% wartości nominalnej instrumentu finansowego, tj. wprowadzono ograniczenie stosowania przez firmy inwestycyjne, tzw. dźwigni finansowej do poziomu 1:100. Zmiana weszła w życie 16 lipca 2015 r.

W stanowisku swym KNF określił sytuacje, stany faktyczne, kiedy firma inwestycyjna wykonuje zlecenia nabycia lub zbycia instrumentu finansowego złożone przez klienta detalicznego, pod warunkiem iż depozyt zabezpieczający wymagany dla danego instrumentu finansowego jest nie mniejszy niż 1% wartości nominalnej tego instrumentu.

Wymóg minimalnej wysokości wymaganego depozytu zabezpieczającego, potrzebnego do realizacji przez firmę inwestycyjną zlecenia klienta detalicznego nabycia lub zbycia instrumentów pochodnych jest wymogiem krajowym, nie funkcjonującym w innych krajach Unii Europejskiej, który zdaniem KNF skutecznie ogranicza ryzyko klienta.

Zasady Ładu Korporacyjnego dla instytucji finansowych

Dokument ten został przyjęty uchwałą KNF z 22 lipca 2014 r. Przyjęte zasady obowiązują od 1 stycznia 2015 r.

Zasady Ładu Korporacyjnego są zbiorem zasad określających relacje wewnętrzne i zewnętrzne instytucji nadzorowanych, w tym relacje z udziałowcami i klientami, ich organizację, funkcjonowanie nadzoru wewnętrznego oraz kluczowych systemów i funkcji wewnętrznych, a także organów statutowych i zasad ich współdziałania.

Zgodnie z oczekiwaniami Komisji Nadzoru Finansowego Zasady Ładu Korporacyjnego powinny zostać przyjęte przez instytucje nadzorowane, stając się istotnym dokumentem programowym w ich strategicznej polityce korporacyjnej oraz wpływać na kształtowanie właściwych zasad postępowania instytucji nadzorowanych.

Dokument kładzie duży nacisk na konieczność postawienia wysokich wymogów osobom, które wchodzi w skład wspomnianych organów oraz ukształtowania odpowiednich relacji z udziałowcami, podkreślając w szczególności konieczność odpowiedzialnego działania udziałowców w interesie instytucji nadzorowanej jednocześnie zalecając, aby wykonywanie uprawnień korporacyjnych odbywało się przy zachowaniu interesu instytucji nadzorowanej.

Podkreśla wagę dobrych relacji instytucji nadzorowanej z klientami. Rzetelne informowanie klientów o oferowanej usłudze czy produkcie w sposób zrozumiały dla przeciętnego odbiorcy z uwzględnieniem ryzyka związanego z nimi jest podstawowym obowiązkiem instytucji, który powinien być realizowany na etapie komunikacji marketingowej i doboru odpowiedniej dla klienta usługi czy produktu finansowego oraz nawiązywania stosunku prawnego, czego instytucje nadzorowane powinny wymagać od również od podmiotów współpracujących z nimi.

Dokument odnosi się także do polityki wynagrodzeń, polityki informacyjnej, a także potrzeby wzmocnienia roli nadzoru wewnętrznego (system kontroli wewnętrznej, audytu i zarządzania ryzykiem).

Konsekwencją za niestosowanie zasad ładu korporacyjnego wskazane zostało obniżenie oceny BION. Wdrożenie zasad było dla firm procesem wieloetapowym i złożonym, często problematycznym, związanym często z przeorganizowaniem wewnętrznym firm.

Wytyczne dotyczące zarządzania obszarami technologii informacyjnej i bezpieczeństwa środowiska teleinformatycznego w firmach inwestycyjnych

Wytyczne te zostały opublikowane 16 grudnia 2014 r. i oczekiwaniem organu nadzoru było wdrożenie ich nie później niż do 31 grudnia 2016 r.

Celem Wytycznych było przedstawienie rozumienia adekwatnych przepisów prawa oraz szczegółowych działań, które mogą służyć realizacji norm prawnych w zakresie kwestii związanych z organizacją i bezpieczeństwem gromadzenia, przetwarzania i przechowywania danych w systemach informatycznych w firmach inwestycyjnych.

⁵⁴ https://www.knf.gov.pl/Images/stanowisko_KNF_DEPOZYT_ZABEZPIECZAJ%20C4%84CY_PL_tcm75-42358.pdf

Konieczność wydania niniejszych Wytycznych wynika ze znacznego rozwoju technologicznego oraz systematycznego wzrostu znaczenia obszaru technologii informacyjnej dla działalności firm inwestycyjnych, jak również z pojawienia się nowych zagrożeń w tym zakresie.

Niniejsze Wytyczne mają na celu wskazanie firmom inwestycyjnym oczekiwań nadzorczych dotyczących ostrożnego i stabilnego zarządzania obszarami technologii informacyjnej i bezpieczeństwa środowiska teleinformatycznego, w szczególności ryzykiem związanym z tymi obszarami.

Dokument zawiera 22 Wytyczne, które podzielone zostały na następujące obszary:

- strategia i organizacja obszarów technologii informacyjnej i bezpieczeństwa środowiska teleinformatycznego,
- rozwój środowiska teleinformatycznego,
- utrzymanie i eksploatacja środowiska teleinformatycznego,
- zarządzanie bezpieczeństwem środowiska teleinformatycznego.

Tymczasem zapewnienie zgodności z wytycznymi IT KNF to ciągły proces, który wymaga stworzenia mechanizmów pozwalających zarówno na identyfikację zmian kluczowych czynników wewnętrznych oraz zewnętrznych, jak i na bieżące dostosowywanie kształtu procesów do tych zmian.

Dostosowanie stanu początkowego z oczekiwanym w wytycznych, wymagało od firm podjęcia szeregu działań analitycznych, koncepcyjnych, zakupowych, szkoleniowych oraz wdrożeniowych, które miały wprowadzić odpowiednie zmiany w procesach, dokumentacji, systemach informatycznych, strukturze organizacyjnej oraz w obszarze kompetencji i wiedzy pracowników.

Wytyczne KNF dotyczące świadczenia usług maklerskich na rynku OTC instrumentów pochodnych

Wytyczne zostały opublikowane 24 maja 2016 r. i miały być wdrożone przez domy maklerskie do 30 września 2016 r. Celem Wytycznych było przedstawienie sposobu realizacji przepisów prawa w odniesieniu do najważniejszych aspektów w zakresie świadczenia przez firmy inwestycyjne usług maklerskich na rzecz klientów na rynku OTC instrumentów pochodnych.

Nowe regulacje dotyczą między innymi: działań reklamowo-promocyjnych oraz informacyjnych prowadzonych w związku z pozyskiwaniem klientów, zasad wynagradzania sprzedawców, udostępniania klientom i cyklicznego raportowania danych statystycznych dotyczących świadczonych rynku OTC, w tym wyników inwestycyjnych osiągniętych przez klientów i w sposób znaczący zwiększyły obowiązki informacyjne wobec klientów po stronie domów maklerskich.

W celu wdrożenia Wytycznych brokerzy musieli znacznie rozbudować działy informacyjno-edukacyjne. Przeszkolić pracowników, zacząć badać czy klient nadaje się na tradera, zapewnić, że rozumie jak działa stop-loss, poinformować o czasie realizacji zleceń i wszystkich kosztach.

W celu zapewnienia większej transparentności regulator oczekiwał m.in. tego, że każdy podmiot działający na terenie Polski, niezależnie od kraju macierzystego, który wydał mu licencję na prowadzenie działalności, systematycznie publikował dane dotyczące wyników osiągniętych przez swoich klientów – inwestorów rynku CFD/Forex.

WYZWANIA STOJĄCE PRZED DOMAMI MAKLESKIMI

Ustawa z dnia 9 marca 2017 r. o wymianie informacji podatkowych z innymi państwami⁵⁵

Obowiązki wymiany informacji

Kolejną regulacją, która nakłada na domy maklerskie nowe obowiązki raportowe jest Dyrektywa Rady 2014/107/UE z 9 grudnia 2014 r. w zakresie obowiązkowej automatycznej wymiany informacji w dziedzinie opodatkowania⁵⁶. Dyrektywa ta wprowadza standard automatycznej wymiany danych informacji w dziedzinie opodatkowania z innymi niż Państwa UE oraz USA w oparciu o procedury *Common Reporting Standard (CRS)*, stworzony przez OECD.

⁵⁵ Tekst ustawy nie został jeszcze ogłoszony w Dzienniku Ustaw.

⁵⁶ Dz. Urz. UE L 359 z 16.12.2014 r.

Standard CRS dla domów maklerskich oznacza konieczność przyjęcia nowych obowiązków operacyjnych i biznesowych, obejmujących głównie identyfikację klientów i dokumentowanie na potrzeby on-boarding do przygotowania systemów IT. Implementacja CRS wpłynie na wiele funkcji domów maklerskich (podatkową, prawną, administrację back office, operacyjną i IT) i w konsekwencji może wymagać dodatkowego czasu i dodatkowych zasobów koniecznych do wypełnienia nowych obowiązków.

W ramach CRS domy maklerskie objęte będą obowiązkiem automatycznego raportowania do Ministra Finansów i upoważnionych organów o rachunkach prowadzonych dla zagranicznych podatników. Informacje uzyskane w ten sposób będą przekazywane organom podatkowym z innych krajów (poza UE i USA). Automatycznemu przekazywaniu będą podlegały m.in. informacje o imieniu i nazwisku/nazwie, adresie, numerze/numerach identyfikacyjnych podatnika (TIN) oraz dacie i miejscu urodzenia (w przypadku osób fizycznych) każdej osoby raportowanej, która jest posiadaczem rachunku, numerze rachunku, jego saldzie oraz wartości. Brak wykonania obowiązku przekazania informacji zagrożony jest karą finansową do 1 000 000 zł, nakładaną przez Ministra właściwego do spraw finansów.

Pierwsze przekazanie informacji przez Ministra Finansów do właściwych organów powinno mieć miejsce do końca września 2017 r.

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/WE⁵⁷ oraz

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku⁵⁸, (zwane dalej Pakietem MAD II/MAR)

Pakiet MADII/MAR zostały uchwalone w dniu 16 kwietnia 2014 r. Rozporządzenie MAR jest bezpośrednio skuteczne – niektóre jego przepisy weszły w życie w dniu 2 lipca 2014 r., jednakże w odniesieniu do najbardziej istotnych postanowień wprowadzono dwuletnie vacatio legis, aby umożliwić emitentom dostosowanie się do działania w zmienionym otoczeniu regulacyjnym. Termin na implementację postanowień dyrektywy MAD II upłynął w dniu 3 lipca 2016 r.

Dyrektywa ta została zaimplementowana do polskiego porządku prawnego poprzez ustawę z dnia 10 lutego 2017 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw⁵⁹.

Wdrożenie i stosowanie nowego prawa europejskiego będzie stanowiło dla domów maklerskich wyzwanie zarówno organizacyjne, jak i finansowe, gdyż wymagają one poczynienia dużych inwestycji.

Rozporządzenie MAR zakazuje wykorzystywania i bezprawnego ujawniania informacji poufnych, jak również dokonywania manipulacji na rynku. Domy maklerskie zostały zobowiązane do ustanawiania i utrzymywania skutecznych rozwiązań, systemów i procedur mających na celu wykrywanie i zapobieganie wykorzystywaniu informacji poufnych, manipulacjom na rynku i usiłowaniu wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji na rynku. Domy maklerskie zostały zobowiązane także do niezwłocznego zgłaszania właściwemu organowi wszelkich zleceń i transakcji (w tym każdego ich anulowania lub zmiany), które mogą stanowić wykorzystywanie informacji poufnych, manipulację na rynku lub usiłowanie wykorzystania informacji poufnych lub manipulacji na rynku. Wszystkie te obowiązki wiązać się będą z ogromnymi nakładami finansowymi na infrastrukturę, które będą zmuszone ponieść domy maklerskie. Regulacja wprowadza również minimalne sankcje administracyjne oraz minimalne środki administracyjne stosowane w przypadku wystąpienia wspomnianych wyżej naruszeń.

Z kolei Dyrektywa MAD II ustanawia normy minimalne dotyczące sankcji karnych za umyślne wykorzystywanie informacji poufnych (maksymalny wymiar kary – co najmniej cztery lata pozbawienia wolności), bezprawne ujawnianie informacji poufnych (maksymalny wymiar kary – co najmniej dwa lata pozbawienia wolności) oraz manipulacje na rynku (maksymalny wymiar kary – co najmniej cztery lata pozbawienia wolności). Sankcje będą

⁵⁷<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0596>

⁵⁸ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0057>

⁵⁹ <http://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/PrzebiegProc.xsp?nr=1097>

również obejmować nakłanianie, pomocnictwo i podżeganie oraz usiłowanie dokonania wspomnianych wyżej czynów. Wprowadzona została także odpowiedzialność osób prawnych za przytoczone przestępstwa popełnione na ich korzyść przez osobę zajmującą w nich kierownicze stanowisko (uwzględnia się również odpowiedzialność przełożonego za brak nadzoru nad podwładnymi).

Projekt ustawy o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu

Celem trzeciej dyrektywy 2005/60/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 26 października 2005 r. w sprawie przeciwdziałania korzystaniu z systemu finansowego w celu prania pieniędzy oraz finansowania terroryzmu (zwanej dalej AML) było zapobieganie transakcjom uczestniczącym w procesie prania brudnych pieniędzy. Dyrektywa ta weszła w życie w dniu 15 grudnia 2007 r. i ma być transponowana do polskiego porządku prawnego poprzez ustawę o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu, która mieści się na razie w wykazie prac legislacyjnych Rady Ministrów pod numerem UC52 i ma być przyjęty przez Radę Ministrów w II Q 2017.

Zgodnie z AML firmy inwestycyjne, w tym domy maklerskie zostały zobowiązane do przeprowadzania oceny, dochowania środków należytej staranności wobec nawiązywania stosunków gospodarczych z klientami oraz do ciągłego monitorowania zarówno istniejących jak i potencjalnych klientów. W odniesieniu do pewnych rodzajów klientów, część procedur została uproszczona, niemniej w przypadku nawiązywania stosunków gospodarczych, dokonywania transakcji o wartości przekraczającej 15.000 EUR lub w innym przypadku podejrzenia prania brudnych pieniędzy lub finansowania działań terrorystycznych, firmy zobowiązane są do przeprowadzania pełnej oceny klienta. Procedury pełnej ocena klienta różnią się w zależności od kategorii przypisanej klientowi (osoby polityczne spoza UE, klienci nieobecni fizycznie, osoby zajmujące politycznie ekspozowane stanowisko).

Kolejnym elementem dyrektywy AML jest zobowiązanie firm inwestycyjnych do ciągłego monitoringu stosunków gospodarczych z klientami i przechowywania dowodów przez okres co najmniej 5 lat (np. w postaci korespondencji bankowej, dokumentacji podatkowej). Obowiązek ten dotyczy zarówno nowych jak i istniejących klientów. Konsekwencją tego obowiązku jest konieczność ustanowienia po stronie domów maklerskich metodologii i procedur, a także odpowiedniego narzędzia informatycznego do weryfikacji klientów, a także do przechowywania danych, który umożliwi udzielanie pełnych i natychmiastowych odpowiedzi na zapytania jednostki analityki finansowej.

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 (zwane dalej RODO)⁶⁰

Domy maklerskie jako podmioty przetwarzające dane osobowe będą w niedługim czasie zobowiązane także do stosowania nowych regulacji w zakresie danych osobowych.

24 maja 2016 r. weszło w życie 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. ogólne rozporządzenie o ochronie danych, RODO). Akt ten zacznie obowiązywać od dnia 25 maja 2018 r.

Rozporządzenie wprowadza szereg nowych obowiązków dla przedsiębiorców przetwarzających dane osobowe już na etapie projektowania rozwiązań informatycznych, analizowanie skutków naruszenia ochrony danych, obowiązek prowadzenia rejestru dokumentującego operacje przetwarzania danych, a także obowiązek monitorowania przetwarzania danych osobowych (np. konsultowania z GIODO przetwarzania danych). Rozporządzenie skraca również czas informowania o incydentach naruszenia ochrony danych. Niewykonywanie obowiązków wynikających z RODO zagrożone jest wysokimi karami finansowymi (do 20 mln euro lub 4% wartości rocznego światowego obrotu przedsiębiorstwa), organizacyjnymi (problemy z działalnością na terenie UE) oraz ryzykiem reputacyjnym. Dostosowanie do wymagań RODO wymaga od domów maklerskich analizy obecnych sposobów wykorzystywania danych osobowych, inwentaryzacji danych oraz identyfikacji luk w sposobie chronienia danych osobowych.

⁶⁰ Dz. U. UE L 119 z 4.5.2016 r.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych⁶¹ oraz

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych⁶² (zwane dalej Pakietem MIFID II/MIFIR)

12 czerwca 2014 r. opublikowane zostały w Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (zwana dalej MIFID2) oraz nowa regulacja Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (zwane dalej MIFIR). Na system aktów prawnych wchodzących w pakiet MIFID II składają się również rozporządzenia wykonawcze i akty delegowane. Dodatkowo ze strony ESMA opublikowane będą regulacyjnie standardy technicznych (RTS) oraz wprowadzające standardy techniczne (ITS).

MIFID II ma być zaimplementowany przez kraje członkowskie do dnia 3 stycznia 2018 r., przy czym w Polsce proces implementacji nie jest jeszcze zakończony - rząd planuje przyjąć projekt ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw w pierwszym kwartale 2017 r. Treść projektu została udostępniona publicznie do konsultacji w marcu 2017 r. Pomimo, iż regulacja ta nie zaczęła jeszcze obowiązywać, domy maklerskie już ponoszą koszty związane z przygotowaniem się do jej wymogów.

Najważniejsze zmiany wprowadzane pakietem MIFIDII/MIFIR przewidują zwiększenie obowiązków domów maklerskich w szczególności w zakresie: posiadania mechanizmów kontroli i monitoringu transakcji, w których klienci korzystają z usługi bezpośredniego dostępu elektronicznego do systemu obrotu, posiadania mechanizmów weryfikujących czy dany produkt jest odpowiedni dla klienta, a także struktury organizacyjnej – zwiększonych wymogów w zakresie zarządzania ryzykiem i kontroli wewnętrznej, zarządzania konfliktami. Istotną zmianą będzie wprowadzenie nowego modelu doradztwa niezależnego doradztwa inwestycyjnego, ograniczenia możliwości przyjmowania zachęt, a także obowiązek rejestrowania wszelkiej komunikacji z klientem w zakresie dotyczącym transakcji klienta oraz udostępnienie nagrań rozmów oraz korespondencji mailowej.

ROZPORZĄDZENIE PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY (UE) NR 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (zwane dalej PRIIP)⁶³.

Rozporządzenie to stosuje się od dnia 1 stycznia 2018 r.⁶⁴ Celem Rozporządzenia PRIIP jest określenie jednolitego formatu i treści dokumentu zawierającego kluczowe informacje dotyczące detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP), a także zasad przekazywania inwestorom indywidualnym dokumentów zawierających kluczowe informacje (KID). KID będzie określał szereg parametrów produktu, co ma ułatwić klientom porównywanie różnych produktów. KID przekazywany będzie inwestorowi przed zawarciem transakcji, a za jego treść będzie odpowiedzialny zarówno podmiot tworzący oryginalny produkt, ale też inny podmiot, który dokona w nim zmian (zgodnie z pojęciem „twórcy” na gruncie PRIIP). Szczegółowy zakres treści KID określą akty delegowane.

Przepisy dostosowujące do treści PRIIP zostaną przyjęte jako zmiany do ustawy o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym oraz ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (wersja z dnia 31 stycznia 2017 r.⁶⁵). Zgodnie z projektem, KNF uzyska szerokie kompetencje nadzorcze – może zakazać wprowadzania na rynek produktu, nakazać zawieszenie wprowadzania na rynek produktu, wskazać osobę odpowiedzialną za naruszenie oraz charakter naruszenia, zakazać przekazywania dokumentu zawierającego

⁶¹ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0065>

⁶² <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:32014R0600>

⁶³ Dz. U. UE L 352 z dnia 9.12.2014

⁶⁴ Termin wejścia w życie został wydłużony Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/2340 z dnia 14 grudnia 2016 r. zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 1286/2014 w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych w odniesieniu do daty rozpoczęcia jego stosowania, Dz. U. UE L 354/53 z dnia 23.12.2016 r.

⁶⁵ <http://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12294962/12413858/12413859/dokument272703.pdf>

kluczowe informacje sporządzonego dla danego produktu, a także może zakazać przekazywania KID inwestorom i nakazać publikację nowej wersji tego dokumentu.

Naruszenie obowiązków z PRIIPS będzie podstawą dla KNF do nałożenia kary w wysokości do 5 000 000 euro lub 3 % przychodów netto lub dwukrotności kwoty korzyści uzyskanych lub strat unikniętych w wyniku naruszenia – w przypadku gdy jest możliwe ich ustalenie (dla osoby prawnej) albo kwoty 700 000 euro, lub dwukrotności kwoty korzyści uzyskanych lub strat unikniętych w wyniku naruszenia – w przypadku gdy jest możliwe ich ustalenie (w przypadku osoby fizycznej).

Wykaz źródeł

Bitner M. ; Bukowski M., Pastor K. „Wiatr w żagle. Obywatelska strategia dla polskiego rynku kapitałowego”, WiseEuropa, Warszawa, 2016.

Zielona Księga Tworzenia Unii Rynków Kapitałowych, 2015.

Stan wiedzy i świadomości ekonomicznej Polaków 2015, konsorcjum Pracownia Badań i Innowacji Społecznych „Stocznia” i Grupa IQS dla Departamentu Edukacji i Wydawnictw NBP.

Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Banku Centralnego, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego, Komitetu Regionów oraz Europejskiego Banku Inwestycyjnego – Plan inwestycyjny dla Europy, COM(2014) 903 final, opublikowany w dniu 26 listopada 2014 r.

Stan wiedzy i świadomości ekonomicznej Polaków 2015, Konsorcjum Pracownia Badań i Innowacji Społecznych „Stocznia” i Grupa IQS dla Departamentu Edukacji i Wydawnictw NBP.

Wytyczne KNF z 16 grudnia 2014 r. dotyczące zarządzania obszarami technologii informacyjnej i bezpieczeństwa środowiska teleinformatycznego w firmach inwestycyjnych.

Wytyczne KNF z 24 maja 2016 dotyczące świadczenia usług maklerskich na rynku OTC instrumentów pochodnych.

Umowa między rządem Rzeczypospolitej Polskiej a Rządem Stanów Zjednoczonych Ameryki w sprawie poprawy wypełniania międzynarodowych obowiązków podatkowych oraz wdrożenia ustawodawstwa FATCA, oraz towarzyszące Uzgodnienia Końcowe, podpisane w Warszawie dnia 7 października 2014 r., Dz. U. z 2015 r. poz. 1647.

Stanowisko KNF z 27 maja 2014 w sprawie funkcjonowania systemu nadzoru zgodności z prawem.

Informacja o rządowym projekcie ustawy o zmianie ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw wraz z projektami aktów wykonawczych (druk 64), Biuro Analiz Sejmowych,

Propozycja KNF zmiany modelu finansowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym, 28 maja 2012 r.

Zasady Ładu Korporacyjnego dla instytucji finansowych z dnia 22 lipca 2014 r.

Internet

<https://www.mr.gov.pl/strony/aktualnosc/strategia-na-rzecz-odpowiedzialnego-rozwoju-z-akceptacja-rzadu/>

<https://rbm.obpr.gov.au/>

<http://data.worldbank.org>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32004L0039>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/pl/TXT/?uri=CELEX%3A32006L0049>

https://www.knf.gov.pl/Images/u1_2007_tcm75-8527.pdf

<http://orka.sejm.gov.pl/rexdomk6.nsf/Opdodr?OpenPage&nr=64>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/ALL/?uri=CELEX:32009L0111>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32012R0919>

https://www.knf.gov.pl/Images/KNF_28_05_2012_konferencja_prasowa_finansowanie_ryнку_kapitałowego_o_tcm75-30788.pdf

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/pl/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0575&from=EN>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32013L0036>

https://www.knf.gov.pl/Images/list_czynosci_nadzorcze_28052014_tcm75-38064.pdf

https://www.knf.gov.pl/Images/Stanowisko_przetwarzanie_danych_przez_inst_fin_30122014_tcm75-40204.pdf

https://www.knf.gov.pl/Images/przechowywanie_srodkow_pienieznych_tcm75-41325.pdf

https://www.knf.gov.pl/Images/stanowisko_KNF_DEPOZYT_ZABEZPIECZAJ%C4%84CY_PL_tcm75-42358.pdf

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0596>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0057>

<http://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/PrzebiegProc.xsp?nr=1097>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0065>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX:32014R0600>

<http://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12294962/12413858/12413859/dokument272703.pdf>

Wykaz skrótów

AML – Anti-Money Laundering

BPS – Basis points

CAD – Capital Adequacy Directive

CCP – Central Counterparty

CRD – Capital Requirements Directive

CRR – Capital Requirements Regulation

CRS – Common Reporting Standard

EMIR – European Market Infrastructure Regulation

FATCA – Foreign Account Tax Compliance Act

FOREX – Foreign exchange

GPW – Giełda Papierów Wartościowych

IDM – Izba Domów Maklerskich

IKE – Indywidualne Konto Emerytalne

IPO – Initial Public Offering

IT – Information Technology

KDPW – Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

KE – Komisja Europejska

KNB – Komisja Nadzoru Bankowego

KNF – Komisja Nadzoru Finansowego

MAD – Market Abuse Directive

MAR – Market Abuse Regulation

MIFID – Markets in Financial Instruments Directive

MIFIR – Markets in Financial Instruments Regulation

MŚP – Małe i średnie przedsiębiorstwa

NBP – Narodowy Bank Polski

OFE – Otwarty Fundusz Emerytalny

OSR – Ocena Skutków Regulacji

OTC – Over-The-Counter

PKB – Produkt krajowy brutto

PRIIP – Packaged Retail and Insurance-based Investment Products

RODO – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych,

SOR – Strategia na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju

UCITS – Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities

UTP – Universal Trading Platform

WIG – Warszawski Indeks Giełdowy

ZUS – Zakład Ubezpieczeń Społecznych

Wykaz aktów prawnych

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

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2016 nr 0 poz. 1639)

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2016 nr 0 poz. 1636)

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. 2016 nr 0 poz. 1289)

Dyrektywa 2005/60/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 26 października 2005 r. w sprawie przeciwdziałania korzystaniu z systemu finansowego w celu prania pieniędzy oraz finansowania terroryzmu

Dyrektywa 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych

Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. 2017 nr 0 poz. 196)

Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2009 nr 165 poz. 1316)

Ustawa z dnia 5 grudnia 2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2009 nr 13 poz. 69)

Ustawa z dnia 13 lutego 2009 r. o zmianie ustawy o działalności ubezpieczeniowej oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2009 nr 42 poz. 341)

Ustawa z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz.U. 2016 nr 0 poz. 1000)

Ustawa z dnia 25 czerwca 2009 r. o zmianie ustawy o przeciwdziałaniu wprowadzaniu do obrotu finansowego wartości majątkowych pochodzących z nielegalnych lub nieujawnionych źródeł oraz o przeciwdziałaniu finansowaniu terroryzmu oraz o zmianie niektórych innych ustaw (Dz.U. 2009 nr 166 poz. 1317)

Dyrektywa 2009/111/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 września 2009 r. zmieniająca dyrektywy 2006/48/WE, 2006/49/WE i 2007/64/WE w odniesieniu do banków powiązanych z centralnymi instytucjami, niektórych pozycji funduszy własnych, dużych ekspozycji, uzgodnień w zakresie nadzoru oraz zarządzania w sytuacji kryzysowej

Ustawa z dnia 22 stycznia 2010 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2010 nr 44 poz. 252)

Ustawa z dnia 5 sierpnia 2010 r. o ochronie informacji niejawnych (Dz.U. 2016 nr 0 poz. 1167)

Dyrektywa 2010/76/UE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie zmiany dyrektyw 2006/48/WE oraz 2006/49/WE w zakresie wymogów kapitałowych dotyczących portfela handlowego i restrukturyzacji oraz przeglądu nadzorczego polityki wynagrodzeń

Ustawa z dnia 28 kwietnia 2011 r. o zmianie ustawy – Prawo bankowe, ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. 2011 nr 131 poz. 763)

Ustawa z dnia 16 września 2011 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2011 nr 234 poz. 1391)

Ustawa z dnia 28 czerwca 2012 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2012 poz. 836)

Rozporządzenie 648/2012 Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji

Ustawa z dnia 24 października 2012 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2012 poz. 1385)

Ustawa z dnia 8 marca 2013 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2013 poz. 433)

Rozporządzenie 596/2014 Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 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

Dyrektywa 2014/57/UE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku

Ustawa z dnia 24 kwietnia 2014 r. o zmianie ustawy o nadzorze uzupełniającym nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń, zakładami reasekuracji i firmami inwestycyjnymi wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2014 poz. 586)

Rozporządzenie 600/2014 Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012

Dyrektywa 2014/65/UE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE

Rozporządzenie 1286/2014 Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych

Ustawa z dnia 5 grudnia 2014 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2015 poz. 73)

Dyrektywa 2014/107/UE Rady z dnia 9 grudnia 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2011/16/UE w zakresie obowiązkowej automatycznej wymiany informacji w dziedzinie opodatkowania

Wytyczne z dnia 16 grudnia 2014 r. dotyczące zarządzania obszarami technologii informacyjnej i bezpieczeństwa środowiska teleinformatycznego w firmach inwestycyjnych

Ustawa z dnia 12 czerwca 2015 r. o zmianie ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2015 poz. 1260)

Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym (Dz.U. 2016 nr 0 poz. 892)

Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym (Dz.U. 2015 poz. 1513)

Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o zmianie ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2015 poz. 1634)

Ustawa z dnia 9 października 2015 r. o wykonywaniu umowy między Rządem Rzeczypospolitej Polskiej a Rządem Stanów Zjednoczonych Ameryki w sprawie poprawy wypełniania międzynarodowych obowiązków podatkowych oraz wdrożenia ustawodawstwa FATCA (Dz.U. 2015 poz. 1712)

Ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2016 poz. 615)

Rozporządzenie 2016/679 Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 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

Ustawa z dnia 10 czerwca 2016 r. o działaniach antyterrorystycznych (Dz.U. 2016 poz. 904)

Ustawa z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (Dz.U. 2016 poz. 996)

Ustawa z dnia 15 grudnia 2016 r. o zmianie ustawy o rachunkowości (Dz.U. 2017 poz. 61)

Rozporządzenie Ministra Finansów 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 (Dz.U. 2012 poz. 1072)

Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) NR 149/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących pośrednich uzgodnień rozliczeniowych, obowiązku rozliczania, rejestru publicznego, dostępu do systemu obrotu, kontrahentów niefinansowych, technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego (Dz. U. UE L 52/11 z dnia 23.02.2013 r.),

Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) NR 148/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających minimalny poziom szczegółowości informacji podlegających zgłoszeniu repozytoriom transakcji (Dz U. UE L 52/1 z dnia 23.2.2013 r.),

Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) NR 1247/2012 z dnia 19 grudnia 2012 r. ustanawiające wykonawcze standardy techniczne w odniesieniu do formatu i częstotliwości dokonywania zgłoszeń dotyczących transakcji do repozytoriów transakcji zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz. U. UE L 353/20 z dnia 21.12.2012 r.),

Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2015/2205 z dnia 6 sierpnia 2015 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących obowiązku rozliczania (Dz. U. UE L 314/13 z dnia 1.12.2015 r.)

Opracowanie Raportu

PricewaterhouseCoopers sp. z o.o.

Raport przygotowany we współpracy z:

Izbą Domów Maklerskich

Data wydania

Marzec 2017

Niniejszy Raport został przygotowany przez PricewaterhouseCoopers sp. z o.o. („PwC”). Praca nad dokumentem trwała od Lutego do Marca 2017r. i polegała na przeprowadzeniu niezależnych badań przedmiotowego rynku oraz na analizie jego kluczowych elementów w odniesieniu do wybranych propozycji zmian regulacyjnych. Aby zapewnić niezależność i obiektywizm Raportu, PwC prowadziła prace niezależnie. Strony trzecie nie miały możliwości ingerencji w treść Raportu.

Dokument przedstawiony przez PwC jest oparty o informacje uzyskane z wielu źródeł, m.in. od uczestników rynku, a także z analizy danych zastanych, publikacji medialnych itp. PwC nie weryfikowała jednak źródeł oraz prawdziwości informacji przez nie dostarczanych lub opisanych. W związku z powyższym PwC nie odpowiada za nie i nie udziela gwarancji dotyczących kompletności i dokładności niniejszego Raportu.

PwC nie świadczyła dodatkowych usług po 20 marca 2017 r., tj. dacie dostarczenia produktów końcowych projektu. Raport nie uwzględnia efektów zdarzeń i okoliczności, które miały miejsce oraz informacji, które pojawiły się po tej dacie, tj. po terminie dostarczenia produktów końcowych prac. PwC nie odpowiada za wpływ ww. efektów zdarzeń, okoliczności oraz informacji na wynik końcowy Raportu.

Zwracamy uwagę na zawarte w Raporcie istotne komentarze dotyczące zakresu prac PwC, celu, w jakim Raport został sporządzony i będzie używany oraz założeń i ograniczeń w dostępie do informacji, na których opieraliśmy nasz Raport. Niezależnie od podstawy działania – czy to kontraktowej, czy deliktowej – w ramach obowiązującego prawa PwC nie ponosi żadnej odpowiedzialności za czyny i konsekwencje ponoszone przez osoby trzecie ani żadne decyzje podjęte lub nie na podstawie niniejszego Raportu.