

Stanowisko Ministerstwa Finansów w sprawie przykładów gold-platingu zgłoszonych przez uczestników rynku kapitałowego

Przykłady gold-platingu zgłoszone przez IDM

Lp.	Jednostka redakcyjna	Treść uwagi	Stanowisko Ministerstwa Finansów
IDM			
Ustawa o obrocie			
1.	Art. 72 Ustawy o obrocie	<p>Art. 72 Ustawy o obrocie zawiera bardzo szeroką definicję usługi oferowania instrumentów finansowych, która nie stanowi implementacji regulacji prawa Unii Europejskiej, lecz jest wynikiem inicjatywy polskiego ustawodawcy. Nabrała ona dodatkowego wymiaru w wyniku zastąpienia pierwotnie stosowanego w niej pojęcia „sprzedającego” pojęciem „oferującego” w rozumieniu art. 2 lit. i rozporządzenia 2017/1129, co spowodowało rozszerzenie jej zakresu na czynności, które prowadzą do obrotu wtórnego w ramach tzw. dawnej oferty prywatnej, a obecnie oferty publicznej skierowanej do nie więcej niż 149 oznaczonych adresatów innych niż inwestorzy kwalifikowani, o której mowa w art. 1 ust. 4 lit. b Rozporządzenia 2017/1129. W ten sposób dochodzi do zatarcia różnicy pomiędzy usługą oferowania instrumentów finansowych świadczoną co do zasady na rzecz emitenta, a usługą pośrednictwa w sprzedaży instrumentów finansowych na rynku wtórnym, świadczoną przez firmy inwestycyjne w formule przyjmowania i przekazywania zleceń (w wariantcie „kojarzenia stron”) lub wykonywania zleceń na rzecz podmiotów innych niż emitent, w ramach indywidualnie negocjowanych transakcji zawieranych na rynku wtórnym, poza obrotem zorganizowanym.</p>	<p>Przepis nie stanowi gold-platingu</p> <ul style="list-style-type: none"> • Regulacje MiFID nie definiują tego pojęcia, co pozwala krajowemu regulatorowi na jego doprecyzowanie. • Obowiązujący zakres definicji stanowił odpowiedź krajowego regulatora na niekorzystne zjawiska zachodzące na rynku kapitałowym zaobserwowane przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego. <p>MF zaproponowało w <i>projekcie ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, dalej: „projekt ustawy UD235”, zmianę pojęcia „oferowania” pojęciem „plasowania”, niemniej zmiana ta nie uzyskała poparcia przedstawicieli instytucji rynku kapitałowego. W konsekwencji na konferencji</i></p>

			uzgodnieniowej w sprawie tego projektu zdecydowano o rezygnacji z tej zmiany.
2.	Art. 73 Ustawy o obrocie Art. 4 ust. 1 pkt 5 MIFID II	Art. 73 ust. 1 Ustawy o obrocie definiuje usługę wykonywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych jako nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych na rachunek zleceniodawcy lub dokonywanie innych czynności wywołujących równoważne skutki, których przedmiotem są instrumenty finansowe. Zgodnie zaś z definicją zawartą w art. 4 ust. 1 pkt 5 MIFID II, jest to działanie prowadzące do zawarcia na rachunek klientów umowy kupna lub sprzedaży jednego lub większej liczby instrumentów finansowych i obejmuje zawieranie umów sprzedaży instrumentów finansowych wyemitowanych przez firmę inwestycyjną lub instytucję kredytową w momencie ich emisji. W definicji dyrektywy unijnej nie ma więc wzmianki o dokonywaniu innych czynności wywołujących równoważne skutki, których przedmiotem są instrumenty finansowe. Dodanie powyższego zdania przez ustawodawcę czyni ten przepis niejasnym oraz nadmiernym, a tym samym stanowi o przypadku goldplatingu.	<p>Przepis nie stanowi gold-platingu</p> <ul style="list-style-type: none"> Wskazany fragment odnosi się do udzielania pożyczek papierów wartościowych lub towarów oraz zaciągania pożyczek papierów wartościowych lub towarów (art. 2 ust. 4 Rozporządzenie 2017/565 zawierający definicję „transakcji finansowanej z użyciem papierów wartościowych” oznacza transakcję finansowaną z użyciem papierów wartościowych zdefiniowaną w art. 3 pkt 11 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2365. Stosownie do art. 3 pkt 11 rozporządzenia 2015/2365 taką transakcją jest m.in. udzielanie pożyczek papierów wartościowych lub towarów oraz zaciąganie pożyczek papierów wartościowych lub towarów; zgodnie z kodeksem cywilnym pożyczka rzeczy oznaczonych co do tożsamości (jak papierów wartościowych) prowadzi do przeniesienia własności. <p>W ocenie MF nie zachodzi potrzeba wprowadzania zmian ustawowych.</p>
3.	Art. 73c ust. 2 Ustawy o obrocie art. 27 ust.6 MiFID II	W art. 73c ust. 2 Ustawy o obrocie występuje błędne odesłanie do niewłaściwego aktu delegowanego (rozporządzenia unijnego). Zgodnie z tym przepisem podanie przez firmę inwestycyjną do publicznej wiadomości raportu, o którym mowa w ust. 1 (coroczny raport zawierający wykaz pięciu najlepszych systemów wykonywania zlecenia), następuje z uwzględnieniem przepisów rozporządzenia 2017/575. Treść przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/575, jak również fakt, iż zostało wydane z uwzględnieniem art. 27 ust. 10 akapit pierwszy lit. a) MiFID II, a nie z	<p>Przepis nie stanowi gold-platingu, należy go rozpatrywać w kategorii pomyłki.</p> <p>Przedstawiona uwaga została uwzględniona w projekcie ustawy UD235.</p>

uwzględnieniem art. 27 ust. 10 akapit pierwszy lit. b) MiFID II, prowadzi do wniosku, że właściwym aktem delegowanym, który powinien zostać wskazany w odesłaniu jest Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2017/576. Ostatnie bowiem rozporządzenie zostało wydane przez ESMA na podstawie delegacji do określenia treści i formatu informacji, które mają być publikowane przez firmy inwestycyjne zgodnie z art. 27 ust. 6 MiFID II. Zgodnie natomiast z tabelą zgodności do projektu ustawy implementującej MiFID II (o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw) normą implementującą art. 27 ust. 6 MiFID II jest art. 73c Ustawy o obrocie. Przepis ten, podobnie jak implementowana norma unijna dotyczy bowiem raportu (wykazu) rocznego obejmującego pięć najlepszych systemów wykonywania zleceń pod względem wolumenu obrotu, sporządzanego przez firmę inwestycyjną wykonującą zlecenia klientów. Obowiązek sprawozdawczy, o którym mowa w art. 27 ust. 6 MiFID II wykonywany jest bowiem w sposób określony w art. 3 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/576, a nie w art. 3 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/575.

Takie błędne odesłanie ma doniosłe konsekwencje w zakresie poprawnego stosowania prawa. Rodzi bowiem istotne wątpliwości co do należytego sposobu realizacji przedmiotowego obowiązku sprawozdawczego, tj. czy należy realizować ten obowiązek błędnie (wbrew art. 27 ust. 6 MiFID II i art. 3 Rozporządzenia 2017/576, ale formalnie zgodnie z art. 73c ust. 2 Ustawy o Obrocie), czy też poprawnie (wbrew przepisom Ustawy o Obrocie, ale zgodnie ze wskazanymi przepisami unijnymi). Powyższe świadczy też o niskiej jakości krajowej implementacji MiFID II, rodzącej nie tylko wątpliwości interpretacyjne, ale także sprzecznej z treścią implementowanych przepisów prawa unijnego.

Wobec powyższego konieczna jest korekta przedmiotowego odesłania na odesłanie do Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/576 z dnia 8 czerwca 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w

		<p>odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących podawania co roku do wiadomości publicznej przez firmy inwestycyjne informacji o tożsamości systemów wykonywania zleceń i jakości wykonywania zleceń.</p>	
4.	<p>Art. 74g Ustawy o obrocie Art. 17 ust. 5 MIFID II</p>	<p>Kwestia bezpośredniego dostępu elektronicznego została uregulowana w art. 74g Ustawy o obrocie połowicznie gdyż pomimo implementacji przepisu unijnego, który wyraźnie wpływa na przepisy krajowe, ustawodawca nie określił relacji tej implementacji do pozostałych przepisów Ustawy o Obrocie, w tym zwłaszcza art. 121 Ustawy o obrocie, co z kolei budzi liczne wątpliwości uczestników rynku (zarówno firm inwestycyjnych zainteresowanych świadczeniem usługi bezpośredniego dostępu elektronicznego, jak i tych będących potencjalnymi adresatami takiej usługi).</p> <p><u>Przedmiotowy art. 121 Ustawy o obrocie w ogóle nie znajdzie zastosowania w sytuacji firmy inwestycyjnej korzystającej z usługi bezpośredniego dostępu do rynku świadczonej przez inną firmę inwestycyjną (świadczącą na rzecz pierwszej firmy usługę wykonywania zleceń)</u>, przy założeniu że firma inwestycyjna korzystająca z takiego dostępu, świadcząc na rzecz swoich klientów usługę przyjmowania i przekazywania zleceń (w odniesieniu do instrumentów finansowych w obrocie zorganizowanym) prowadzi jednocześnie rachunki papierów wartościowych na rzecz tych klientów.</p> <p>Jak wskazuje się bowiem w doktrynie (tak M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Wyd. 3, Warszawa 2018; Komentarz do art. 121 Ustawy, nb. 1) przedmiotowy art. 121 Ustawy stanowi „konsekwencję rozbicia kompleksowej obsługi inwestora świadczonej przez firmę inwestycyjną <u>poprzez wprowadzenie do tej obsługi osoby trzeciej w postaci banku powierniczego [podkreślenie – IDM]</u>”. Oznacza to, że <u>brak w procesie obsługi klienta podmiotu trzeciego świadczącego na rzecz klienta usługę prowadzenia rachunku papierów wartościowych</u> (odpowiednio: banku powierniczego lub firmy inwestycyjnej prowadzącej rachunek papierów wartościowych, innej niż firma świadcząca na rzecz</p>	<p>Przepis nie stanowi gold-platingu.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Przedstawiony stan prawny wskazuje na konieczność dalszego doprecyzowania przepisów unijnych w związku z krajową specyfiką. <p>Kwestia podlega dalszym analizom MF, w przypadku podzielenia stanowiska IDM zostaną zaproponowane odpowiednie zmiany legislacyjne.</p>

klienta usługę przyjmowania i przekazywania zleceń lub usługę wykonywania zleceń) **wyklucza** możliwość zastosowania tego przepisu.

Uwzględniając sytuacje z art. 121 ust. 1 oraz 9 Ustawy, **przepis art. 121 Ustawy znajduje zastosowanie wyłącznie w przypadku, gdy klient składa zlecenie** (nabycia lub zbycia papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym / niebędących papierami wartościowymi instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym):

- a) w firmie inwestycyjnej (zagranicznej firmie inwestycyjnej nieprowadzącej działalności na terytorium RP) świadczącej na jego rzecz usługę wykonywania zleceń, która wykonuje zlecenie bezpośrednio na rynku regulowanym, zaś rachunek papierów wartościowych klienta prowadzony jest przez bank powierniczy (firmę inwestycyjną prowadzącą na rzecz klienta rachunek papierów wartościowych, **inną niż ta**, świadcząca na rzecz klienta usługę wykonywania zleceń);
- b) w firmie inwestycyjnej (zagranicznej firmie inwestycyjnej nieprowadzącej działalności na terytorium RP / zagranicznej osobie prawnej, o której mowa w art. 115 ust. 1 Ustawy, nieprowadzącej działalności na terytorium RP) pośredniczącej w przekazaniu zlecenia klienta (świadczącej na rzecz klienta usługę przyjmowania i przekazywania zleceń) do firmy inwestycyjnej (zagranicznej firmy inwestycyjnej nieprowadzącej działalności na terytorium RP) będącej członkiem właściwego rynku regulowanego, która wykonuje to zlecenie bezpośrednio na tym rynku, **zaś rachunek papierów wartościowych klienta prowadzony jest przez bank powierniczy** (firmę inwestycyjną prowadzącą na rzecz klienta rachunek papierów wartościowych, **inną niż ta**, pośrednicząca w przekazaniu zlecenia klienta na rzecz klienta).

Powyższe rozwiązanie służy zapewnieniu prawidłowego rozliczenia transakcji zbycia lub nabycia instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym w przypadku, gdy firma inwestycyjna zajmująca się obsługą zlecenia klienta (świadcząca na jego rzecz odpowiednio usługę przyjmowania i przekazywanie zleceń lub usługę wykonywania zleceń) nie prowadzi równocześnie jego rachunku, albowiem rachunek ten prowadzony jest przez osobę trzecią (odpowiednio: bank powierniczy lub inną firmę inwestycyjną). Przepis zapewnia, że taka osoba trzecia otrzyma odpowiednie potwierdzenie transakcji (instrukcję rozliczeniową) zawartej przez klienta, po którego dostarczeniu nastąpi rozliczenie tej transakcji. W konsekwencji bank powierniczy (inna firma inwestycyjna) będzie mógł dokonać stosownych zmian na rachunku papierów wartościowych dopiero po przedłożeniu mu odpowiednich (i zgodnych) transakcji – swojego klienta oraz firmy inwestycyjnej z art. 121 ust. 2 Ustawy (zob. art. 121 ust. 3 Ustawy). Przepis ten mityguje ryzyko nieotrzymania przez podmiot prowadzący rachunek klienta właściwej instrukcji rozliczeniowej w sytuacji, gdy podmiot ten nie uczestniczy w obsłudze zlecenia klienta.

Dodatkowo, należy zauważyć, że przedmiotowy art. 121 Ustawy znajduje zastosowanie tylko wówczas, gdy umowa między klientem a bankiem powierniczym (firmą inwestycyjną prowadzącą na jego rzecz rachunek papierów wartościowych, nieświadcząca na rzecz klienta usługi PPZ lub wykonywania zleceń) **zawiera zastrzeżenie**, o którym mowa w ust. 1 tego przepisu. Zgodnie z tym zastrzeżeniem – rozliczenie na rachunku klienta transakcji zawartej na podstawie zlecenia klienta nastąpi po dostarczeniu bankowi (takiej firmie inwestycyjnej) przez klienta potwierdzenia takiej transakcji. Brak takiego zastrzeżenia umownego powoduje, że art. 121 Ustawy w ogóle nie znajdzie zastosowania (tak M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Wyd. 3, Warszawa 2018; Komentarz do art. 121 Ustawy, nb. 2). W badanym przypadku potwierdzenie transakcji (odpowiednia instrukcja rozliczeniowa) będzie przekazywana przez firmę inwestycyjną świadcząca na

		<u>rzecz innej firmy inwestycyjnej usługę bezpośredniego dostępu do rynku. Takiej instrukcji nie będzie natomiast przekazywał klient.</u>	
5.	Art. 76a Ustawy o obrocie Art. 58 ust. 1 Rozporządzenia 2017/565	Art. 76a Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi przewiduje sankcję nieważności dla umów o świadczenie usług maklerskich, o których mowa w art. 72, art. 73, art. 74b oraz art. 75 tejże Ustawy, które zawierane są przez firmy inwestycyjne z klientami detalicznymi w innej formie, aniżeli określona w art. 58 Rozporządzenia 2017/565. Zgodnie z art. 58 ust. 1 zdanie pierwsze Rozporządzenia 2017/565, firmy inwestycyjne świadczące na rzecz klienta po dacie rozpoczęcia stosowania niniejszego Rozporządzenia jakąkolwiek usługę inwestycyjną lub usługę dodatkową, o której mowa w sekcji B pkt 1 załącznika I do dyrektywy MiFID II, zawierają z tym klientem, na papierze lub innym trwałym nośniku, pisemną umowę podstawową, w której określa się podstawowe prawa i obowiązki firmy i klienta. Powyższa regulacja nie przewiduje skutku niezachowania formy umowy w niej przewidzianej, w tym zwłaszcza właściwej sankcji. Polski ustawodawca wprowadzając sankcję nieważności dla umów tego rodzaju zawieranych z klientem detalicznym, wykroczył poza standard regulacji wynikający z prawa UE.	Potwierdzamy – gold-plating W trakcie uzgodnień projektu ustawy UD235 UKNF zaproponował uchylenie art. 76a. Uwaga ta została przyjęta podczas konferencji uzgodnieniowej i zostanie ona zawarta w nowej wersji projektu ustawy.
6.	Art. 81 ust. 1 pkt 2 lit. h Ustawy o obrocie Art. 29 ust. 3 MIFID II	Art. 81 ust. 1 pkt 2 lit. h Ustawy o obrocie wprowadza nadmierne wymagania w zakresie doświadczenia agenta firmy inwestycyjnej w stosunku do wymagań określonych w MIFID II. Przepis krajowy wymaga bowiem załączenia przez firmę do wniosku o wpis do rejestru opinii, że doświadczenie w zakresie obrotu instrumentami finansowymi posiadane przez dany podmiot lub przez osoby kierujące jego działalnością oraz struktura organizacyjna tego podmiotu gwarantują wykonywanie czynności agencyjnych w sposób prawidłowy, z dołożeniem należytej staranności. Dodawanie do wymogu posiadania przez dany podmiot nieposzlakowanej opinii opcji, aby taką opinię posiadały wszystkie osoby kierujące jego działalnością nie wynika z art. 29 ust. 3 MIFID II, który wskazuje jedynie na konieczność posiadania nieposzlakowanej opinii oraz odpowiedniej wiedzy i kompetencji przez agenta firmy inwestycyjnej, czyli, w przypadku osoby prawnej, przez tę osobę prawną, a nie osoby kierujące jej działalnością. Co więcej z przedmiotowego przepisu dyrektywy nie wynika, aby firma inwestycyjna miała obowiązek badać strukturę organizacyjną takiego agenta w celu ustalenia, że zapewnia ona wykonywanie czynności agencyjnych w prawidłowy sposób.	Przepis może nosić znamiona gold-platingu <ul style="list-style-type: none"> • Art. 81 ust. 1 pkt 2 lit. h Ustawy o obrocie wyczerpuje przesłanki wpisu do rejestru agentów, zawarte w art. 29 ust. 3 MiFID II i nie stanowi nadmiernych wymagań. • Wymóg nieposzlakowanej opinii, odpowiedniej wiedzy i kompetencji zapewnia osoba prawna bądź osoby kierujące jej działalnością, na których spoczywa obowiązek posiadania niezbędnego doświadczenia i dają możliwość wpisu do rejestru w przypadku jego nieposiadania przez osobę prawną, również w przypadku gdy osoba prawna jest nowym podmiotem, nie spełniającym przesłanki wpisu do rejestru w tym zakresie.

		<p>Złożenie oświadczenia w tym zakresie wymaga może niekiedy wymagać od firmy inwestycyjnej nieproporcjonalnego nakładu pracy. Także i ten wymóg należy uznać za nieproporcjonalny – na ryzyko związane z czynnościami agenta rzutować będzie przede wszystkim jego dotychczasowa nieposzlakowana opinia oraz odpowiednia wiedza i doświadczenie, nie zaś struktura organizacyjna. Ustawodawca unijny celowo nie wskazał tego elementu.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Przyjęte w ustawie kryteria wpisu do rejestru są korzystne, zarówno dla agenta jak i firmy inwestycyjnej. • Badanie przedstawionej struktury organizacyjnej osób prawnych jest istotne, ze względu na konieczność oddzielenia pracowników autoryzowanych od nieautoryzowanych, możliwe prowadzenie innych działalności przez agenta oraz sprawowany nadzór nad agentem przez firmę inwestycyjną. <p>Przepis w obowiązującym brzmieniu gwarantuje bezpieczeństwo rynku. Niemniej UKNF w uwagach do projektu UD235 przedstawił propozycję zmiany art. 81 w celu ograniczenia wymogu doświadczenia do osób odpowiedzialnych za nadzór nad wykonywaniem czynności agencji (a nie wszystkich osób kierujących działalnością podmiotu). Propozycja ta zostanie uwzględniona w projekcie.</p>
7.	<p>Art. 81c ust. 3 Ustawy o obrocie Art. 16 ust. 5 MiFID II w zw. z art. 31 ust. 2 Rozporządzenia 2017/565</p>	<p>Art. 83c ust. 3 Ustawy o obrocie przewiduje dodatkowe, względem tych przewidzianych w art. 31 ust. 2 Rozporządzenia 2017/565 wymogi treściowe dla umowy, o której mowa w art. 81a ust. 2 Ustawy o obrocie (tj. outsourcingu istotnego). Zgodnie z tym przepisem, jeżeli do umowy outsourcingowej (outsourcingu istotnego) zastosowanie mają przepisy prawa obcego, firma inwestycyjna zapewnia zawarcie w takiej umowie postanowień odpowiadających przepisom art. 473 § 2, art. 474 i art. 483 § 2 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny. W praktyce obrotu, w tym zwłaszcza w przypadku powierzania świadczenia usług informatycznych przez zagraniczne firmy IT, zawarcie takich postanowień w umowie outsourcingowej, choć z pewnych względów pożądane, jest często niemożliwe. Praktyka wskazuje, że przepis ten jest w dużej mierze oderwany od praktyki świadczenia usług informatycznych i jest praktycznie niemożliwy do zaakceptowania dla firm informatycznych z sektora fintech (insourcerów), do których firmy inwestycyjne chciałyby outsourcować istotne czynności związane z prowadzoną</p>	<p>Przepis może nosić znamiona gold-platingu</p> <ul style="list-style-type: none"> • Przepis został już złagodzony (pierwotnie zakaz ograniczenia odpowiedzialności) • Z uwagi na ochronę polskich insourcerów (związanych KC) potrzebowalibyśmy więcej danych (fragment z SRRK: „(...) bazując na analizie przeprowadzonej w trakcie opracowywania SRRK, niemal nie istnieje outsourcing świadczony przez lokalnych pośredników i instytucje infrastruktury rynku finansowego.”) • Prawo krajów europejskich (Niemcy, Francja, Szwajcaria) i tak nie pozwala na wyłączenie

		<p>działalnością. Insourcerzy to firmy informatyczne z sektora fintech oferujące specjalistyczne rozwiązania najczęściej w formule SaaS (Software as a Service). W praktyce firmy te nie godzą się na tej treści postanowienia umowne, jako nadmiarowe względem znanych im unijnych ram regulacyjnych (tj. i tak już rygorystycznych rozwiązań z art. 31 ust. 2 Ustawy o obrocie). Wykreślenie tego przepisu niewątpliwie ułatwi proces powierzania takich czynności zagranicznym firmom informatycznym i pozytywnie wpłynie na rozwój technologiczny krajowego rynku kapitałowego.</p>	<p>odpowiedzialności za szkodę umyślną (UK pozwala – granicę stanowi oszustwo)</p> <ul style="list-style-type: none"> Niższy standard odpowiedzialności może powodować przewagę konkurencyjną podmiotów (insourcerów) zagranicznych nad polskimi (niższa premia za ryzyko) Standard odpowiedzialności narzucony ustawowo może ograniczać liczbę zawieranych umów, jednak brak takiego standardu prowadziłby do kumulacji ryzyka po stronie polskich outsourcerów (słabsza pozycja negocjacyjna) <p>Przepis stanowi wyważenie interesu podmiotów outsourcingujących do podmiotów zagranicznych oraz polskich insourcerów. Kwestia ta zostanie ponownie rozpatrzona przez MF przy ujednocnieniu zasad outsourcingu dla firm inwestycyjnych oraz banków.</p>
8.	<p>Art. 81c ust. 5 Ustawy o obrocie Art. 16 ust. 5 MiFID II w zw. z art. 31 ust. 2 Rozporządzenia 2017/565</p>	<p>Przepis ustanawiający konieczność sporządzenia planu postępowania z ryzykiem w kontekście zawierania umowy outsourcingu jest przepisem nadmiarowym w stosunku do treści art. 31 ust. 2 Rozporządzenia 2017/565 mówiącym o zawieraniu umów outsourcingu – nie ma w nim wzmianki o konieczności sporządzenia takiego planu. Obowiązek sporządzenia takiego planu nie wynika ani z przepisów MiFID II, ani z art. 31 ust. 2 Rozporządzenia 2017/565. Co więcej biorąc pod uwagę fakt, że sam już art. 31 ust. 2 Rozporządzenia 2017/565 przewiduje szczegółowe i rozległe wymagania związane z outsourcingiem istotnym, które w tym kształcie gwarantują odpowiednie bezpieczeństwo w przypadku powierzenia. W związku z tym dodawanie przez ustawodawcę krajowych dodatkowych, nieproporcjonalnych i nieuzasadnionych wymogów jest działaniem komplikującym proces powierzenia, stanowiąc dodatkowy wymóg biurokratyczny, który w żaden sposób nie zwiększa bezpieczeństwa firmy inwestycyjnej w związku z powierzeniem i w konsekwencji zmniejsza konkurencyjność polskiego rynku kapitałowego.</p>	<p>Potwierdzamy – przykład gold-platingu Przedstawiona uwaga została uwzględniona w projekcie ustawy UD235 (projektowane uchylene w art. 81c ust. 5).</p>
9.	<p>Art. 81c ust. 6 pkt 1 Ustawy o obrocie</p>	<p>Również art. 81c ust. 6 pkt 1 Ustawy o obrocie należy uznać za rozwiązanie nadmiarowe i niedostosowane do specyfiki znacznej części umów outsourcingowych, w tym</p>	<p>Potwierdzamy – przykład gold-platingu</p>

	<p>Art. 16 ust. 5 MiFID II w zw. z art. 31 ust. 2 Rozporządzenia 2017/565</p>	<p>zwłaszcza w zakresie powierzania świadczenia usług z obszaru IT. Przepis ten przewiduje wymóg, zgodnie z którym umowa, o której mowa w art. 81a ust. 2 Ustawy o obrocie (outsourcingu istotnego) powinna zawierać postanowienia przewidujące pełną odpowiedzialność usługodawcy (insourcera) za koszty związane z wypłatą odszkodowania z tytułu roszczeń klientów lub osób trzecich o naprawienie szkody wyrządzonej wskutek niewykonania lub nienależytego wykonania umowy outsourcingowej przez takiego usługodawcę w zakresie, w jakim nie poniósłby odpowiedzialności. Jest to wymóg nieproporcjonalny, oderwany od praktyki świadczenia usług informatycznych i praktycznie niemożliwy do zaakceptowania dla firm informatycznych z sektora fintech (insourcerów). Firmy IT nie godzą się na tego typu postanowienia, gdyż w konsekwencji takiego rozwiązania zmuszone są do brania odpowiedzialności za skalę działalności firmy inwestycyjnej w sytuacji w której:</p> <ul style="list-style-type: none">• oferują jedynie usługę informatyczną, dostarczając ją w zazwyczaj bardzo wąskim specjalistycznym zakresie;• usługa ta stanowi jedynie jeden z wielu elementów składowych lub wspierających kompleksową usługę maklerską, oferowaną następnie klientom przez firmę inwestycyjną;• wynagrodzenie insourcera za dostarczenie usługi, oparte najczęściej o zwykłe formuły wynagradzania firm informatycznych, stanowi jedynie znikomy promil skali obrotów czy przychodów generowanych przez firmy inwestycyjne oferujące kompleksowe usługi maklerskie, która to skala jest jednocześnie potencjalną miarą ryzyka i szkody. <p>Tym samym przepis ten zmusza insourcerów do ponoszenia nieproporcjonalnego ryzyka i odpowiedzialności (wobec rozwiązania przewidującego tego typu regres) całkowicie nieadekwatnego do zakresu i wartości świadczonej na rzecz firmy inwestycyjnej usługi. Wobec przedstawionego wyżej problemu, firmy informatyczne zazwyczaj nie godzą się na podpisywanie umów zawierających wyżej opisane postanowieniem, co sprawia, iż pozyskiwanie specjalistycznych rozwiązań IT przez polskie domy maklerskie jest istotnie ograniczone. Utrzymywanie takiego stanu rzeczy nie znajduje żadnego uzasadnienia, zwłaszcza wobec rozwiniętej na polskim rynku outsourcingu „w drugą stronę”, tj. powierzania przez zagraniczne firmy inwestycyjne i banki świadczenia usług informatycznych polskim podmiotom oraz szerokiego korzystania z polskich usługodawców back-office. Taka sytuacja prowadzi do swoistej przewagi konkurencyjnej podmiotów zagranicznych, które nie dość, że operują na</p>	<p>Przedstawiona uwaga została uwzględniona w projekcie ustawy UD235 (projektowane uchylenie w art. 81c w ust. 6 pkt 1).</p>
--	---	--	--

		rynkach o większych obrotach, skali i kapitalizacji, a równocześnie mają możliwość korzystania z istotnej optymalizacji kosztowej, zlecając pewne funkcje usługodawcom polskim (m. in. z sektora IT), których usługi zazwyczaj są tańsze od ich zagranicznych odpowiedników. Tym samym pożądanym jest wykreślenie przedmiotowego przepisu.	
10.	Art. 81d Ustawy o obrocie Art. 16 ust. 5 MiFID II w zw. z art. 31 ust. 2 Rozporządzenia 2017/565	<p>Obowiązek zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego o zamiarze zawarcia umowy outsourcingu co najmniej na 14 dni przed jej zawarciem, dołączając projekt umowy, o której mowa w art. 81a ust. 2 Ustawy o obrocie (outsourcing istotny), ustanowiony w art. 81d Ustawy o obrocie jest obowiązkiem nadmiernym i nie wynikającym wprost z przepisów Rozporządzenia 2017/565, ani MIFID II. Co więcej, sam kształt tego obowiązku nie odpowiada faktycznej praktyce rynku. Negocjowanie treści umowy outsourcingowej jest niekiedy procesem wielotygodniowym, jeśli nie wielomiesięcznym. Sytuacji negocjacyjnej polskich firm inwestycyjnych nie ułatwiają również dodatkowe wymogi z art. 81c Ustawy o obrocie, co wpływa często na wydatne przedłużenie lub wystąpienie swoistego „pata” w procesie negocjacyjnym. Niekiedy umowy te negocjowane są aż do chwili ich zawarcia, co powoduje, że często zadośćuczynienie obowiązkowi notyfikacyjnemu przed zawarciem takiej umowy, w terminie 14 dni bywa niekiedy niemożliwe. Jeżeli zatem wspomniany obowiązek miałby jednak zostać utrzymany, pożądana jest zmiana jego konstrukcji – z notyfikacji uprzedniej, na notyfikację następczą (np. w terminie 30 dni od dnia zawarcia umowy) Dodatkowo, zbędność wskazanego przepisu potwierdza fakt, że KNF nie może sprzeciwić się zawarciu tzw. umowy outsourcingowej. Sprawia to, że taka notyfikacja, co do zasady, nie wpływa w żaden sposób na zawarcie umowy outsourcingu.</p> <p>Podobnie w treści przedmiotowych przepisów unijnych uzasadnienia nie znajduje powiązany z powyższym wymóg zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego o zmianie, rozwiązaniu lub wygaśnięciu takiej umowy, w terminie 14 dni od dnia zaistnienia takiego zdarzenia, stanowi również wymóg nadmierny i nieproporcjonalnym (art. 81d ust. 2 Ustawy o obrocie). Co więcej, obecna jego konstrukcja zakłada</p>	<p>Potwierdzamy – przykład gold-platingu Przedstawiona uwaga została uwzględniona w projekcie ustawy UD235 (projektowane zmiany w art. 81d).</p>

		<p>obowiązek informowania o każdej zmianie, co jest rozwiązaniem nieadekwatnym, zwłaszcza że takie informacje (dotyczące zmian nieistotnych) są zbędne dla samego nadzorcy, nie mając istotnego znaczenia dla sprawowanego przezeń nadzoru.</p> <p>Wobec powyższego należy uznać, że właściwym byłoby usunięcie przedmiotowego przepisu, skoro wprowadza dodatkowy, nieprzewidziany w przepisach unijnych obowiązek notyfikacyjny.</p>	
11.	<p>Art. 83a ust. 3h Ustawy o obrocie Art. 16 ust. 7 MIFID II</p>	<p>Art. 16 ust. 7 Dyrektywy MIFID II i art. 17 Rozporządzenia 2017/565 stanowią, że rejestracją objęte są nagrania rozmów telefonicznych lub kopie korespondencji elektronicznej dotyczących przynajmniej transakcji przeprowadzonych w ramach zawierania transakcji na własny rachunek oraz świadczenia usług wynikających ze zleceń klientów, związanych z przyjmowaniem, przekazywaniem oraz wykonywaniem zleceń klientów. Przenosząc to na grunt przepisów krajowych, oznacza to, że obowiązek rejestracji powinien obejmować wyłącznie te usługi, o których mowa w art. 69 ust. 2 pkt 1-3 Ustawy o obrocie.</p> <p>Wprowadzenie obowiązku nagrywania rozmów również w przypadku świadczenia usługi zarządzania portfelem i usługi doradztwa inwestycyjnego, co implikuje treść art. 83a ust. 3h Ustawy o obrocie, jest uwarunkowaniem znacznie rozszerzającym rozwiązania unijne oraz nadmiernym, chociażby w stosunku do usługi zarządzania portfelami w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych. Wymóg taki nie wynika bowiem z regulacji unijnych. Taki obowiązek jest szczególnie nieuzasadniony w przypadku usługi zarządzania portfelem biorąc pod uwagę sposób świadczenia tej usługi. Rola inwestora w procesie świadczenia takiej usługi, po wyborze odpowiedniej strategii inwestycyjnej, jest co do zasady pasywna. Klient nie składa żadnych dyspozycji, co do zasady nie jest uprawniony do wydawania jakichkolwiek instrukcji. Zakres możliwych do wyboru strategii determinowany jest przez wyniki oceny odpowiedniości, która dokonywana jest w ściśle sformalizowany i</p>	<p>Nie stanowi gold-platingu</p> <ul style="list-style-type: none"> • Rozszerzenie obowiązku nagrywania rozmów z klientami na wszystkie usługi maklerskie stanowiło odpowiedź regulatora na postulaty inwestorów, którzy wskazywali na problemy z gromadzeniem dowodów potwierdzających nieprawidłowości w trakcie oferowania oraz świadczenia danych usług • Wprowadzenie obowiązku nagrywania rozmów w przypadku świadczenia usługi zarządzania portfelem i usługi doradztwa inwestycyjnego jest jednym z punktów SRRK, zadanie nr 46 z załącznika strategii <p>MF nie planuje wprowadzania zmian prawnych w przedmiotowym zakresie.</p>

		<p>udokumentowany sposób. Co więcej, Ustawa o obrocie określa bardzo precyzyjnie wymogi personalne dla osób świadczących tę usługę (zgodnie z art. 83 ust.1 pkt 2 Ustawy o obrocie) co najmniej dwóch doradców inwestycyjnych). Obejmowanie tej usługi obowiązkiem rejestracji jest zatem nieadekwatne i nieproporcjonalne, zwłaszcza biorąc pod uwagę możliwe do zidentyfikowania ryzyka rzutujące na poziom ochrony inwestora. Dodanie tego obowiązku obniża konkurencyjność polskich firm inwestycyjnych świadczących tę usługę względem podmiotów zagranicznych zwiększając w nieuzasadniony sposób koszty ich działalności (np. konieczność wdrożenia rozwiązań informatycznych umożliwiających nagrywanie rozmów telefonicznych).</p>	
12.	<p>Art. 83h ust. 1 Ustawy o obrocie Art. 25 ust. 3 MIFID II</p>	<p>Zgodnie z art. 83h ust. 1 Ustawy o obrocie firma inwestycyjna świadcząca usługę oferowania instrumentów finansowych, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 6 tej ustawy, obowiązana do przeprowadzania testu wiedzy i doświadczenia klienta w zakresie inwestowania na rynku finansowym. Badanie to ma służyć określeniu, czy dana usługa lub instrument finansowy jest dla takiego klienta odpowiedni (właściwie „adekwatny”, skoro w art. 54-56 Rozporządzenia 2017/565 ustawodawca konsekwentnie i rozłącznie operuje pojęciami „oceny adekwatności” w odniesieniu do usług, o których mowa w art. 25 ust. 3 MiFID II [odpowiednio wskazanymi w art. 83h Ustawy o obrocie] oraz „oceny odpowiedniości” w odniesieniu do usług z art. 25 ust. 2 MiFID II [odpowiednio wskazanymi w art. 83g Ustawy o obrocie]).</p> <p>Stosownie zaś do art. 25 ust. 3 MIFID II, ocena adekwatności przeprowadzana jest przez firmy inwestycyjne świadczące usługi inwestycyjne inne niż doradztwo inwestycyjne i zarządzanie portfelem, chodzi o inne spośród usług wskazanych w treści Załącznika I Sekcja A MiFID II. Co godne uwagi, usługa oferowania instrumentów finansowych nie jest usługą inwestycyjną w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 2 MiFID II, albowiem nie została wskazana w treści Załącznika I Sekcja A MiFID II. Jakkolwiek zatem jest to usługa maklerska w rozumieniu przepisów krajowych, tak w rozumieniu przepisów unijnych nie</p>	<p>Nie stanowi gold-platingu</p> <ul style="list-style-type: none"> • Zarzut bezpodstawny, obowiązek wynika z MiFID II i konstrukcji oferowania MF nie przewiduje zmian we wskazanym zakresie. MF rozważa jedynie wyłączenie tego obowiązku w odniesieniu do uprawnionych kontrahentów.

stanowi ona usługi inwestycyjnej. Oznacza to, że rozszerzanie wymogów przewidzianych w MiFID II dla pozostałych usług inwestycyjnych na usługę oferowania instrumentów finansowych stanowi modelowy przykład „goldplatingu” (tu: poprzez objęcie zakresem oceny adekwatności usługi oferowania instrumentów finansowych, która nie została wskazana w art. 25ust. 3 MiFID II).

Zawarcie w przepisie krajowym obowiązku przeprowadzania takiego testu w stosunku do usługi oferowania instrumentów finansowych jest rozwiązaniem nie tylko nadmiarowym, ale przede wszystkim nieracjonalnym i rodzącym trudności praktyczne. Usługa oferowania instrumentów finansowych jest bowiem co do zasady usługą świadczoną **na rzecz** emitenta instrumentów finansowych (ew. wystawcy lub oferującego) Emitent jest w tym stosunku prawnym klientem firmy inwestycyjnej. Nie ma potrzeby przeprowadzania testu wiedzy i doświadczenia w stosunku do podmiotu emitującego dane papiery wartościowe. Co więcej objęcie tej usługi przedmiotowym obowiązkiem nastręcza konkretne trudności w procesie badania wiedzy i doświadczenia w zakresie inwestycji (tj. w jaki sposób ocenić doświadczenie emitenta w zakresie inwestycji, czy jaki powinien być zakres badania wiedzy). Trudno też uznać, aby w przypadku tej usługi ocena adekwatności służyła ochronie inwestora (tj. aby na rzecz klienta była świadczona usługa adekwatna względem posiadanej przezeń wiedzy i doświadczenia) – ten postulat realizowany jest przez ustawowe pośrednictwo domu maklerskiego w zakresie określonym w art. 19 ust. 1 pkt 2 Ustawy o obrocie oraz wymóg pośrednictwa agenta emisji w stosunku do instrumentów określonych w art. 7a ust. 1 Ustawy o obrocie. Jednak co godne uwagi nie należy mylić wymogów regulacyjnych służących ochronie inwestora (nie będącego w tym przypadku klientem domu maklerskiego w ramach świadczonej usługi oferowania) z wymogami służącymi ew. ochronie emitenta. Tym samym za zasadne należy uznać wykreślenie z art. 83h ust. 1 Ustawy o obrocie odesłania do art. 69 ust. 2 pkt 6 tej ustawy.

13.	Art. 88 Ustawy o obrocie Art. 69 ust. 2 lit. a i b MiFID II	<p>W oparciu o art. 88 Ustawy o obrocie KNF zobowiązuje firmy inwestycyjne do niezwłocznego sporządzenia i przekazania, na koszt firmy inwestycyjnej kopii dokumentów i innych nośników informacji oraz do udzielenia pisemnych lub ustnych wyjaśnień (często w formie ankiet i zestawień, np. ankiety dot. zarządzania produktami, oceny odpowiedniości) w zakresie nadzoru sprawowanego przez Komisję. Zakres żądanych informacji bardzo często wymaga bardzo dużego nakładu pracy i środków w szczególności w zakresie pozyskiwania danych z systemów informatycznych (tworzenie zapytań do baz danych SQL), czy tworzenia informacji przetworzonych. Jednocześnie zakres żądanych danych, jak i termin ich dostarczenia nie jest w żaden sposób konsultowany z firmami inwestycyjnymi.</p> <p>W tym zakresie konieczna jest nie tylko zmiana treści przepisu – poprzez wykreślenie terminu „niezwłocznie”, ale przede zmiana istniejącej praktyki nadzorczej, w ramach której na firmy inwestycyjne, w oparciu o ten przepis, nakładane są liczne, niekiedy pracochłonne w realizacji, dodatkowe obowiązki informacyjne. Trzeba też zauważyć, że przepis w swym obecnym brzmieniu, a także obecna praktyka nadzorczy nie uwzględnia postulatu proporcjonalności wyrażonego wprost przez ustawodawcę unijnego w art. 69 ust. 2 lit. b MiFID II, gdzie mowa o możliwości kierowania zapytań „w miarę potrzeb”.</p>	<p>Zarzut nie wskazuje na nadmiarowe przepisy stanowiące gold-pating, tylko odnosi się do praktyki KNF.</p> <ul style="list-style-type: none"> Zgodnie ze stanowiskiem UKNF przedmiot i zakres informacji/wyjaśnień, o które KNF zwraca się do podmiotu rynku, są zawsze ściśle podyktowane i uzasadnione wypełnianiem przez ten organ obowiązków nadzorczych (m.in. weryfikacja sposobu postępowania podmiotów nadzorowanych, reakcja KNF na sygnały otrzymywane z rynku, weryfikacja wypełniania przez podmioty nadzorowane obowiązków wynikających z przepisów) <p>MF nie przewiduje zmian w przedmiotowym zakresie, gdyż zarzut dotyczy praktyk nadzorczych pozostających poza zakresem właściwości resortu.</p>
14.	Art. 110e ust. 2 Ustawy o obrocie Art. 73 CRD IV	<p>Implementacja przepisów dyrektywy CRD IV, w ramach której, polski ustawodawca zobowiązał domy maklerskie między innymi do utrzymywania w każdym czasie funduszy własnych, o których mowa w art. 4 ust. 1 pkt 118 CRR, na poziomie nie niższym niż poziom kapitału wewnętrznego, jest przykładem nadinterpretacji przepisów unijnych, co skutkuje przyjmowaniem bardziej restrykcyjnych rozwiązań, niż wymagają tego przepisy unijne. Artykuł 73 CRD IV wskazuje bowiem jedynie, że należy posiadać odpowiednie procedury służące do oceny i stałego utrzymywania kwoty, rodzaju i struktury kapitału wewnętrznego, które instytucja (tu: dom maklerski) uważa za odpowiednie do zabezpieczenia rodzaju i skali ryzyka, na które jest lub może być narażony, o czym zresztą mowa w art.110e ust. 1 Ustawy o obrocie. Omawiane zjawisko jest nie tylko przykładem na zastosowanie goldplatingu, ale również naruszeniem</p>	<p>Nie stanowi gold-platingu</p> <ul style="list-style-type: none"> Zgodnie z art. 73 CRD kwota, rodzaj i struktura kapitału wewnętrznego powinny być odpowiednie do zabezpieczenia rodzaju i skali ryzyka, na które firmy inwestycyjne są narażone. Kryteria ustalania kapitału wewnętrznego zależą od firmy inwestycyjnej. Naruszenie art. 110e ust. 2 oznacza, że podmiot nie dysponuje funduszami własnymi (które obejmują najszerszą kategorię instrumentów kapitałowych spośród wszystkich kategorii

		zasady proporcjonalności w przypadku transponowania przepisów tej dyrektywy. W przypadku CRDIV mamy zresztą do czynienia nie tylko ze zjawiskiem goldplatingu, ale również z naruszeniem zasady proporcjonalności w przypadku transponowania przepisów tej dyrektywy o sankcjach.	<p>kapitału) pozwalającymi na pokrycie ryzyk, na które jest narażony.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Taki podmiot narusza dyspozycję art. 73 CRD i nie utrzymuje stale kwoty kapitału, którą uważa za odpowiednie dla zabezpieczenia ponoszonego przez siebie ryzyka. <p>MF nie przewiduje zmian w przedmiotowym zakresie poza wynikającymi z nowych przepisów dot. wymogów kapitałowych - od 21.06.2021 r.</p>
15.	Art. 165 ust. 1 pkt 2, 5 i 6 Ustawy o obrocie Art. 44 ust. 5 MIFID II	<p>Wskazane przepisy regulują okoliczności cofnięcia spółce prowadzącej rynek regulowany zezwolenia na prowadzenie działalności. Regulacja zawarta w art. 165 ust. 1 pkt 2 Ustawy o obrocie nieprecyzyjnie transponuje przepisy art. 44 ust. 5 lit. a MIFID II do polskiego porządku prawnego. Zakłada ona bowiem surowsze okoliczności nałożenia sankcji w postaci cofnięcia zezwolenia na prowadzenie rynku regulowanego. Przykładowo, zgodnie z art. 165 ust. 1 pkt 2 Ustawy o obrocie zezwolenie zostanie cofnięte w przypadku, kiedy rynek regulowany przez 6 miesięcy nie prowadził działalności objętej zezwoleciem (tj. nie świadczył usług objętych zezwoleciem), podczas gdy w art. 165 ust. 1 pkt 2 MIFID II chodzi o nieprowadzenie żadnej działalności w okresie poprzedzających sześciu miesięcy.</p> <p>Podobnie treść art. 165 ust. 1 pkt 5 Ustawy o obrocie w swym obecnym brzmieniu jest niespójna z implementowanym art. 44 ust. 5 lit. d MiFID II. W tym ostatnim mowa nie tylko o istotności naruszenia (przysłówek „poważnie”), ale także o regularności, wielokrotności naruszeń („systematycznie”). Brak uwzględnienia tego drugiego elementu w przepisie krajowym powoduje, że sankcja w postaci cofnięcia zezwolenia dla spółki prowadzącej rynek regulowany stosowana może być zbyt rygorystyczne, także w przypadkach naruszeń o charakterze incydentalnym, a zatem wbrew intencji ustawodawcy unijnego. Przedmiotowy przepis krajowy wymaga niezwłocznej korekty z uwzględnieniem treści normy implementowanej (tj. uwzględnienia obu elementów w ramach tej przesłanki – zarówno istotności, jak i regularności, wielokrotności naruszeń).</p>	<p>Przepis w części może nosić znamiona goldplatingu</p> <p>MF rozważy doprecyzowanie przesłanki cofnięcia zezwolenia na prowadzenie rynku regulowanego w zakresie nieprowadzenia działalności i dookreślenia, że chodzi o nieprowadzenie żadnej działalności. W pozostałym zakresie MF nie przewiduje zmian gdyż przesłanki wynikają ze specyfiki krajowych regulacji z zakresu rynku finansowego.</p>

		<p>Podobnie naruszenie przesłanki w postaci „zasad uczciwego obrotu”, które nigdzie nie zostały zdefiniowane, nie powinno stanowić podstawy cofnięcia zezwolenia dla spółki prowadzącej rynek regulowany, czy też nałożenia kary pieniężnej określonej w art. 165 ust. 1a Ustawy o obrocie albo obu tych kar łącznie. W art. 44 ust. 5 MiFID II brak jest przesłanki odpowiadającej art. 165 ust. 1 pkt 6 Ustawy o obrocie. Naruszenie przedmiotowego wymogu, o ile w ogóle miałyby on zostać utrzymany, mogłoby zostać ewentualnie obłożone sankcją w postaci nakazu zaprzestania naruszeń.</p>	
16.	<p>Art. 167 ust. 1 pkt 1-4 Ustawy o obrocie Art. 8 MiFID II</p>	<p>Wskazane przepisy Ustawy o obrocie regulują okoliczności cofnięcia firmie inwestycyjnej zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej.</p> <p>Pierwszą z przesłanek cofnięcia zezwolenia stanowi okoliczność naruszania przez firmę inwestycyjną przepisów ustawy lub innych ustaw mających zastosowanie do działalności firmy inwestycyjnej, jak również wskazanych w art. 167 ust. 1 pkt 1 Ustawy o obrocie. Przepis ten stanowi krajową implementację przesłanki z art. 8 lit. d MiFID II, w odróżnieniu jednak od normy implementowanej nie obejmuje żadnego z dwóch elementów przewidzianych w tym przepisie unijnym, tj. istotności naruszenia (przystówek „poważnie”), ale także o regularności, wielokrotności naruszeń („systematycznie”). Wspomniany problem był podnoszony przez Izbę już w trakcie prac legislacyjnych, jednak nie znalazło to odzwierciedlenia w treści finalnego brzmienia przepisu. Brak uwzględnienia obu tych elementów w przepisie krajowym powoduje, że sankcja w postaci cofnięcia zezwolenia dla firmy inwestycyjnej stosowana może być zbyt rygorystyczne, także w przypadkach naruszeń o charakterze nieistotnym i incydentalnym, a zatem wbrew intencji ustawodawcy unijnego (ustawodawca unijny, co godne uwagi posłużył się koniunkcją obu tych elementów – „poważnie i systematycznie”). Przepis krajowy wymaga zatem niezwłocznej korekty z uwzględnieniem treści normy implementowanej (tj. uwzględnienia obu elementów w ramach tej przesłanki – zarówno istotności, jak i regularności, wielokrotności naruszeń).</p>	<p>Jw. Przepis w części może nosić znamiona gold-platingu.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Komisja – badając przesłanki potencjalnego cofnięcia firmie inwestycyjnej zezwolenie - każdorazowo analizuje stan faktyczny, okoliczności sprawy i zgromadzony materiał dowodowy i to na jego podstawie potencjalnie może cofnąć zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej. Cofnięcie zezwolenia zachodzi wówczas, gdy analiza w/w okoliczności prowadzi do wniosku, że taka sankcja będzie adekwatna i proporcjonalna do dokonanego naruszenia. Zatem, w praktyce, nie dochodzi do sytuacji, w której za naruszenie o charakterze nieistotnym KNF odbierałaby zezwolenie. • Przesłanki poważnego i systematycznego naruszenia w praktyce i tak każdorazowo podlegają ocenie w świetle zebranego materiału dowodowego i ustalonego stanu faktycznego. Potwierdza to obserwowana praktyka nakładania sankcji przez KNF.

		<p>W związku z powyższym, IDM ponawia uprzednio zgłoszoną uwagę i zwraca się o zmianę art. 167 ust. 1 Ustawy w taki sposób, aby cofnięcie zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej następowało wyłącznie w przypadku, gdy naruszenia mają charakter poważny lub systematyczny</p> <p>Podobnie regulacja zawarta w art. 167 ust. 1 pkt 4 Ustawy o obrocie nieprecyzyjnie transponuje przepisy art. 8 lit. a) MIFID II do polskiego porządku prawnego. Zakłada ona bowiem surowsze okoliczności nałożenia sankcji w postaci cofnięcia firmie inwestycyjnej zezwolenia na prowadzenie działalności. Przykładowo, zgodnie z art. 167 ust. 1 pkt 4 Ustawy o obrocie zezwolenie zostanie cofnięte w przypadku, kiedy firma inwestycyjna przez 6 miesięcy nie prowadziła działalności objętej zezwoleniem (w przepisie nie wskazano wyraźnie, czy chodzi o nieprowadzenie „żadnej” działalności, jak jest to wskazane w MiFID II, czy może jedynie o brak świadczenia w tym okresie niektórych usług objętych zezwoleniem), podczas gdy w art. 8 lit. a) MIFID II chodzi wyraźnie o nieprowadzenie <u>żadnej</u> działalności inwestycyjnej w okresie poprzedzających sześciu miesięcy. Konieczna jest zatem korekta przepisu krajowego.</p> <p>Także naruszenie przesłanki w postaci „zasad uczciwego obrotu”, czy „interesu zleceniodawcy”, które nigdzie nie zostały zdefiniowane, nie powinno stanowić podstawy cofnięcia zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej, czy też nałożenia kary pieniężnej określonej w art. 167 ust. 2 Ustawy o obrocie albo obu tych kar łącznie. W art. 8 MiFID II brak jest przesłanek odpowiadających tym z art. 167 ust. 1 pkt 2-3 Ustawy o obrocie. Naruszenie przedmiotowego wymogu, o ile w ogóle miałyby on zostać utrzymany, mogłoby zostać ewentualnie obłożone sankcją w postaci nakazu zaprzestania naruszeń.</p>	<ul style="list-style-type: none"> W zakresie przesłanki zasad uczciwego obrotu i interesu zleceniodawcy: są to pojęcia niedookreślone, każdorazowo konkretyzowane na kanwie ustalonego stanu faktycznego i zebranego materiału dowodowego. Omawiane przesłanki pozostają w korelacji z obecnie obowiązującym art. 83c uoif, a także są zgodne z celami MIFID (motyw 86). <p>MF rozważy doprecyzowanie przesłanki cofnięcia zezwolenia na prowadzenie działalności przez firmę inwestycyjną w związku z nieprowadzeniem działalności i dookreślenia, że chodzi o nieprowadzenie żadnej działalności, w ramach projektu UD235. Odpowiednie propozycje zmian w tym zakresie zostały zgłoszone przez UKNF w trakcie opiniowania tego projektu. W pozostałym zakresie MF nie przewiduje zmian gdyż przesłanki wynikają ze specyfiki krajowych regulacji z zakresu rynku finansowego.</p>
17.	Art. 169a ust. 1d pkt 9 Ustawy o obrocie Art. 72 ust. 2 MIFID II	Art. 169a ust. 1d pkt 9 Ustawy o obrocie stanowiący, że Komisja Nadzoru Finansowego, przy ustalaniu wysokości kary pieniężnej, o której mowa w art. 169a ust. 1 Ustawy o obrocie, bierze pod uwagę potencjalne skutki systemowe naruszenia, nie wynika z	Wskazany przepis nie stanowi gold-platingu. Wskazana przesłanka „potencjalnych skutków systemowych naruszenia” przewidziana została art.

		<p>MIFID II. Art. 72 ust. 2 MIFID II jest implementowany przez szereg artykułów Ustawy o obrocie (art. 165 ust. 2a; art. 165b ust. 2e; art. 167 ust. 2d; art. 169a ust. 1d) i żaden z nich, oprócz powyższego, nie wprowadza takiego warunku. Dodatkowo, został on wprowadzony jedynie w stosunku do podmiotów określonych w art. 169a ust. 1-1ba Ustawy o Obrocie (tj. domów maklerskich, banków prowadzących działalność maklerską, zagranicznych osób prawnych prowadzących działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz podmiotów świadczących usługi w zakresie udostępniania informacji o transakcjach) naruszających przepisy regulujące prowadzenie działalności maklerskiej lub przepisy określające zasady świadczenia usług udostępniania informacji o transakcjach.</p>	<p>18 ust. 3 pkt h dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2034 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie nadzoru ostrożnościowego nad firmami inwestycyjnymi oraz zmieniająca dyrektywy 2002/87/WE, 2009/65/WE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE i 2014/65/UE.</p> <p>Przedstawiona uwaga początkowo została uwzględniona w projekcie ustawy UD235, niemniej wobec dostrzeżonej w omawianym przepisie implementacji dyrektywy 2019/2034, MF odstąpiło od wprowadzania tej zmiany.</p>
18.	<p>Art. 173 ust. 1 Ustawy o obrocie Art. 5 Rozporządzenia MAR</p>	<p>Art. 5 Rozporządzenia MAR określa szczegółowe wymogi (informacyjne, popytowe i cenowe), jakie powinien spełniać program odkupu akcji własnych przez spółki publiczne, aby nie stanowić nadużycia na rynku, a tym samym być działaniem dozwolonym. Jest to swego rodzaju bezpieczna przystań (<i>safe harbour</i>) dla programów odkupu akcji własnych, dzięki zastosowaniu której emitent zostaje wyłączony spod ryzyka posądzenia o manipulację lub wykorzystywanie informacji poufnych. W świetle całokształtu przepisów Rozporządzenia MAR, skorzystanie z powyższego mechanizmu opisanego w art. 5 jest jedynie uprawnieniem emitenta. Korzystając z niego, otrzymuje on niekwestionowaną korzyść w postaci wyeliminowania ww. ryzyka prawnego. Na gruncie przepisów Rozporządzenia MAR emitent może jednak podjąć odmienną decyzję i nabywać akcje własne bez spełnienia wymogów określonych w art. 5 (np. w drodze transakcji zawieranych poza systemem obrotu), czego konsekwencją będzie zwiększone ryzyko zarzutu nadużycia na rynku. Od emitenta zależy jak ukształtuje taki proces, w szczególności czy zapewni wystarczający poziom przejrzystości informacyjnej i bezpieczeństwo prawne transakcji, a ocena czy doszło do manipulacji instrumentem finansowym lub wykorzystania informacji poufnych, powinna być dokonywana każdorazowo w okolicznościach konkretnej sprawy. W każdym bądź razie według przepisów Rozporządzenia MAR emitent ma wybór pomiędzy realizacją odkupu akcji własnych ściśle według modelu określonego w art. 5 Rozporządzenia MAR a realizacją</p>	<p>Wskazany przepis nie stanowi gold-platingu, i jest on jedynie błędnie interpretowany.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Programy odkupu niespełniające kryteriów zawartych w art. 5 rozporządzenia MAR oraz rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/1052 z dnia 8 marca 2016 r., nie stanowią same w sobie nadużycia na rynku. • Jak wynika bowiem wprost z motywu 12 preambuły rozporządzenia MAR: „Obrót akcjami własnymi w ramach programów odkupu i stabilizacji instrumentu finansowego, które nie zostały objęte wyłączeniami na mocy niniejszego rozporządzenia, nie powinien być jako taki uważany za stanowiący nadużycie na rynku.”. • W rezultacie wykładni przepisu art. 173 ust. 1 ustawy o obrocie należy dokonywać w kontekście wskazanych powyżej konsekwencji. • Mając na uwadze, że za w pełni dopuszczalne należy uznać prowadzenie przez emitenta programu odkupu poza trybem wyłączającym

takiego przedsięwzięcia na innych zasadach. Potwierdza to w szczególności motyw 12 preambuły Rozporządzenia MAR, w treści którego wskazano wprost, że *"Obrót akcjami własnymi w ramach programów odkupu i stabilizacji instrumentu finansowego, które nie zostały objęte wyłączeniami na mocy niniejszego Rozporządzenia, nie powinien być jako taki uważany za stanowiący nadużycie na rynku."* Przykładowo zatem - w celu zorganizowania programu odkupu akcji własnych, który nie będzie odpowiadać wszystkim wymogom z art. 5 Rozporządzenia MAR, ale będzie przeprowadzony w sposób zapewniający maksymalne bezpieczeństwo transakcji oraz komunikację z inwestorami (np. będzie prowadzony poza systemem obrotu na zasadzie dobrowolnego wezwania do sprzedaży akcji), emitent może zlecić obsługę takiego programu firmie inwestycyjnej. W przypadku realizacji odkupu akcji własnych wedle innego modelu, aniżeli przewidziany w art. 5 Rozporządzenia MAR, pojawia się jednak problem na gruncie przepisów krajowych. Zgodnie z obecnym brzmieniem art. 173 ust. 1 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, na każdego kto dokonuje lub zleca dokonanie realizacji programu odkupu, o którym mowa w art. 3 ust. 1 pkt 17 Rozporządzenia 596/2014, lub stabilizacji, o której mowa w art. 3 ust. 2 lit. d tego Rozporządzenia, z naruszeniem zasad określonych w prospekcie emisyjnym lub z naruszeniem art. 5 Rozporządzenia 596/2014, lub z naruszeniem standardów technicznych, wydanych na podstawie art. 5 ust. 6 tego Rozporządzenia, Komisja może, w drodze decyzji, nałożyć karę pieniężną do wysokości 500 000 zł. Brzmienie art. 173 ust. 1 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi poddaje w wątpliwość dopuszczalność zorganizowania jakiegokolwiek innego modelu skupu akcji własnych, który nie będzie spełniać wszystkich wymogów z art. 5 Rozporządzenia MAR. Każdy inny model takiego przedsięwzięcia niesie bowiem wedle krajowej regulacji ryzyko zastosowania przez KNF sankcji w postaci wysokiej kary pieniężnej. W ocenie IDM tak wąska interpretacja art. 173 ust. 1 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi nie jest właściwa. Biorąc pod uwagę historyczne brzmienie ww. przepisu oraz okoliczność, że został on zmieniony w celu zapewnienia stosowania przepisów Rozporządzenia MAR (a nie tylko jednego z przepisów tego Rozporządzenia, tj. art. 5) należy przy jego wykładni uwzględnić cały

nadużycie na rynku, zastosowanie tego przepisu będzie mieć miejsce wyłącznie w sytuacji, gdy emitent zadeklaruje prowadzenie programu odkupu akcji własnych zgodnie z art. 5 rozporządzenia MAR i rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2016/1052 z dnia 8 marca 2016 r., a następnie naruszy warunek skupu przewidziany w tych aktach prawnych.

- Mając powyższe na względzie konsekwencją prowadzenia programu skupu akcji własnych poza procedurą z art. 5 rozporządzenia MAR jest wyłącznie potencjalna możliwość zaklasyfikowania przeprowadzonych na jego podstawie transakcji za nadużycia na rynku. Niemniej jednak, nie oznacza to, że taki program zostanie zakwestionowany przez organ nadzoru.

Wobec wskazanych wyjaśnień, w ocenie MF nie zachodzi potrzeba wprowadzania zmian we kwestionowanym przepisie.

		kontekst regulacji wspólnotowej dotyczącej tego zagadnienia, w tym przywołany powyżej motyw 12 preambuły Rozporządzenia MAR. Niemniej jednak obecna redakcja przepisu art. 173 ust. 1 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi niesie ryzyko jego wąskiej interpretacji, co może mieć ten skutek, że skupy akcji organizowane poza rynkiem, za pośrednictwem firm inwestycyjnych na zasadzie dobrowolnego wezwania (a zatem realizowane wg innego modelu aniżeli opisany w art. 5 Rozporządzenia MAR) będą automatycznie uznawane za stanowiące nadużycie na rynku.	
Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dalej: „Ustawa o ofercie”)			
19.	Art. 4 pkt 9 Ustawy o ofercie art. 3 pkt 1 Ustawy o obrocie i art. 2 lit. a Rozporządzenia 2017/1129	Definicja papierów wartościowych zawarta w ustawie o ofercie publicznej, zgodnie z którą papierami wartościowymi są papiery wartościowe w rozumieniu przepisów Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, z wyłączeniem instrumentów rynku pieniężnego o terminie zapadalności krótszym niż 12 miesięcy, jest nieprecyzyjna w zakresie terminu zapadalności, ponieważ nie określa precyzyjnie sposobu liczenia tego terminu, ani chwili, w jakiej termin ten powinien zostać określony przez emitenta. W ocenie IDM, okres ten powinien być liczony zgodnie z podejściem przyjętym w nauce ekonomii oraz przez CESR (poprzedniczkę ESMA) ¹ , gdzie cezurą między rynkiem pieniężnym a rynkiem kapitałowym jest okres zapadalności instrumentu krótszy niż rok, wynoszący maksymalnie do 52 tygodni (364 dni) włącznie ² . Takie podejście potwierdza również wykładnia historyczna, w tym zwłaszcza treść bardzo precyzyjnego art. 88 uchylonej przez u.f.p. ustawy z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, gdzie przez krótkoterminowe skarbowe papiery wartościowe rozumiano skarbowe papiery wartościowe o pierwotnym terminie wykupu krótszym niż rok (do 364 dni włącznie), szczególnie bony skarbowe.	Wskazany przykład nie stanowi gold-platingu, natomiast odnosi się do praktyki stosowania prawa i odpowiedniej jego wykładni. <ul style="list-style-type: none"> • Komentowany art. 4 pkt 9 ustawy o ofercie, w brzmieniu nadanym ustawą z dnia 16 października 2019 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. z 2019 r. poz. 2217), która weszła w życie z 30 listopada 2019 r. w pełni uwzględnia definicję papierów wartościowych wynikającą z art. 2 lit. a Rozporządzenia 2017/1129, w szczególności w odniesieniu do wskazanego w tej definicji 12 – miesięcznego terminu zapadalności jako konstytutywnego elementu tej definicji pozwalającej odróżnić

¹ Tak CESR, w: *Q&A MiFID complex and non-complex financial instruments for the purposes of the Directive's appropriateness requirements*, CESR/09-559, s. 9.

² Zob. także <https://www.investopedia.com/terms/t/treasurybill.asp>; dostęp: 13.08.2020 r., godz. 12:01.

		<p>Drugim problemem związanym z terminem zapadalności jest kwestia ustalenia chwili, w jakiej termin ten powinien zostać określony. O ile bowiem kwestia ta została ujęta w sposób precyzyjny w art. 11 Rozporządzenia 2017/565, tj. że chodzi o termin zapadalności (wynoszący 397 dni lub mniej) w momencie emisji danego instrumentu, o tyle brak stosownego doprecyzowania na gruncie art. 4 pkt 9 Ustawy o Ofercie oraz art. 2 lit. a Rozporządzenia Prospektowego, gdzie mowa jedynie o terminie zapadalności krótszym niż 12 miesięcy. Ustawodawca tej kwestii nie precyzuje, choć mając na uwadze, iż jest to istotny element konstrukcyjny instrumentu, determinujący między innymi jego status na gruncie klasyfikacji instrumentów finansowych należałoby raczej przyjąć, że chodzi o termin zapadalności w momencie jego emisji,</p>	<p>papiery wartościowe od instrumentów rynku pieniężnego.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Zgodnie z tą definicją, „papiery wartościowe” oznaczają zbywalne papiery wartościowe zdefiniowane w art. 4 ust. 1 pkt 44 dyrektywy 2014/ 65/UE, z wyjątkiem instrumentów rynku pieniężnego zdefiniowanych w art. 4 ust. 1 pkt 17 dyrektywy 2014/65/UE, o terminie zapadalności krótszym niż 12 miesięcy. • Definicja w art. 4 pkt 9 ustawy o ofercie w obecnym brzmieniu, na potrzeby tej ustawy została dostosowana do ww. definicji z Rozporządzenia 2017/1129. Tak też wynika z uzasadnienia ww. ustawy nowelizującej z dnia 16 listopada 2019 r. • W sformułowaniu w art. 4 pkt 9 ustawy o ofercie „terminie zapadalności krótszym (...)” chodzi o 12 kolejnych miesięcy. W dniu emisji każdy emitent określa termin zapadalności. <p>Mając powyższe na uwadze MF nie przewiduje dokonywania zmian w kwestionowanym przepisie, co więcej wobec faktu, że brzmienie tego przepisu wynika wprost z prawa UE, wszelkie doprecyzowania tego przepisu prowadziłyby do gold-platingu.</p>
20.	<p>Art. 3 ust. 1a-1b Ustawy o ofercie Art. 1 ust. 4 lit b Rozporządzenia 2017/1129</p>	<p>Przepisy art. 3 ust. 1a -1b Ustawy o ofercie zostały wprowadzone w celu zapobieżenia obchodzeniu przepisów Rozporządzenia 2017/1129 w zakresie tzw. ofert kroczących. Polski ustawodawca nowelizując w powyższym zakresie przepisy Ustawy o ofercie istotnie wykroczył poza standard regulacji wynikający z prawa UE. Zgodnie z art. 1 ust. 4 lit. b Rozporządzenia 2017/1129, spod obowiązku prospektowego zostały wyłączone oferty publiczne papierów wartościowych, kierowane do mniej niż 150 osób fizycznych lub prawnych na państwo członkowskie, innych niż inwestorzy kwalifikowani. Przepisy</p>	<p>Wskazane regulacje nie stanowią gold-platingu.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Regulacja wynikająca z art. 3 ust. 1a-1b ustawy o ofercie została wprowadzona przez przepisy ustawy z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych

Rozporządzenia 2017/1129 nie zawierają dalej idących wymogów, które winny być spełnione, aby oferta publiczna kierowana maksymalnie do ww. liczby adresatów niebędących inwestorami kwalifikowanymi podlegała zwolnieniu spod obowiązku prospektowego, a w szczególności nie wprowadzają ograniczeń w zakresie liczby takich ofert publicznych, dokonywanych w ciągu roku kalendarzowego i nie przewidują konieczności zatwierdzenia przez organ nadzoru jakichkolwiek dokumentów informacyjnych dotyczących takich ofert. W konsekwencji krajowe przepisy art. 3 ust. 1a-1b Ustawy o ofercie dodane w związku z regulacją zawartą w art. 1 ust. 4 lit. b Rozporządzenia 2017/1129 stanowią niedopuszczalną, bo dokonywaną bez wyraźnego upoważnienia zawartego w rozporządzeniu 2017/1129, modyfikację i ingerencję w treść tego aktu prawa UE. Należy bowiem mieć na uwadze, iż rozporządzenie jako akt wtórny prawa UE o zasięgu ogólnym, jest w całości wiążące oraz musi być bezpośrednio stosowane we wszystkich państwach członkowskich i to z pierwszeństwem przed regulacją krajową. Rozporządzenie ma zapewniać jednolite stosowanie prawa Unii Europejskiej i jednocześnie powoduje, że przepisy krajowe niezgodne z jego treścią przestają mieć zastosowanie. Jakiegokolwiek odstępstwa od niego oraz jego modyfikacje są dopuszczalne tylko wówczas, gdy wyraźnie przewiduje to rozporządzenie UE. Wprawdzie przepisy Rozporządzenia 2017/1129 zawierają upoważnienia dla państw członkowskich do wprowadzania regulacji krajowych modyfikujących i uzupełniających jego przepisy (np. art. 1 ust. 3 akapit 2, art. 31 ust. 2, art. 32 ust. 3 Rozporządzenia 2017/1129), ale nie w odniesieniu do regulacji wyrażonej w art. 1 ust. 4 lit. b Rozporządzenia 2017/1129, którego dotyczą wspomniane wyżej przepisy krajowe. Nietrafne jest przy tym powoływanie się przez polskiego ustawodawcę na motyw 12 (in fine) Rozporządzenia 2017/1129, z którego wywodzi on legitymację do wprowadzenia w art. 3 ust. 1a-1b Ustawy o ofercie dodatkowego obowiązku informacyjnego na poziomie krajowym, albowiem powyższa regulacja, w myśl której: *"W przypadku ofert publicznych papierów wartościowych o łącznej wartości w Unii niższej niż 1 000 000 EUR koszt sporządzenia prospektu zgodnie z niniejszym rozporządzeniem prawdopodobnie może być nieproporcjonalny w stosunku do*

ustaw (Dz. U. z 2019 r. poz. 2217). Wprowadzone ww. ustawą regulacje miały na celu dostosowanie polskiego porządku prawnego do wymogów Rozporządzenia 2017/1129, które w zasadniczej części weszło do bezpośredniego stosowania w państwach członkowskich UE od 21 lipca 2019 r.

- Kwestionowana regulacja wynikająca z art. 3 ust. 1a-1b ustawy o ofercie została wprowadzona w pełni świadomie i z pełnym poszanowaniem Rozporządzenia 2017/1129, w szczególności jego art. 1 ust. 4 lit b). Potwierdza to treść uzasadnienia ustawy z dnia 16 listopada 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie. Dotychczasowa definicja oferty publicznej (oferta nabycia lub objęcia papierów wartościowych skierowana do więcej niż 149 indywidualnie oznaczonych adresatów lub do nieoznaczonego adresata) była zbyt elastyczna i umożliwiała dokonywanie bez prospektu wielokrotnych ofert publicznych do mniej niż 150 osób, w krótkich odstępach czasu. W praktyce otwierało to możliwość oferowania papierów wartościowych bez prospektu praktycznie nieograniczonemu kręgowi adresatów.
- Bolesną dla całego rynku kapitałowego egzemplifikacją tego zjawiska była sprawa spółki GetBack S.A. dokonującej wielokrotnie ofert prywatnych (do 149 inwestorów) w skali i w taki sposób, że działanie takie można było określać jako sprzeczne z celem dotychczasowych przepisów, które miały w

przewidywanych wpływów z oferty. Obowiązek sporządzenia prospektu zgodnie z niniejszym rozporządzeniem nie powinien zatem mieć zastosowania do ofert o tak małej wartości. Państwa członkowskie nie powinny rozszerzać obowiązku sporządzenia prospektu zgodnie z niniejszym rozporządzeniem na oferty publiczne papierów wartościowych o łącznej wartości poniżej tego progu. Państwa członkowskie powinny mieć jednak możliwość nakładania innych obowiązków informacyjnych na poziomie krajowym w zakresie, w jakim takie obowiązki nie stanowią nieproporcjonalnego lub niepotrzebnego obciążenia w odniesieniu do takich ofert papierów wartościowych" - odnosi się do ofert publicznych papierów wartościowych o łącznej wartości w Unii niższej niż 1 000 000 EUR, o których mowa w art. 1 ust. 3 Rozporządzenia 2017/1129, a nie do ofert publicznych kierowanych do nie więcej niż 149 oznaczonych adresatów innych niż inwestorzy kwalifikowani, o których mowa w art. 1 ust. 4 lit. b) Rozporządzenia 2017/1129. Jednocześnie należy wskazać, że występującym w praktyce przypadkom obchodzenia przepisów dotyczących ofert publicznych i nadużyciom w tym obszarze można zapobiegać korzystając z szeregu innych instrumentów kontroli, np. uprawnień nadzorczych KNF przewidzianych w art. 16-18a Ustawy o ofercie.

założeniu ułatwiać przeprowadzenie ofert przez zniesienie obowiązku prospektowego jedynie w przypadku niewielkiego kręgu adresatów. Założeniem prawodawcy unijnego było bowiem stworzenie wyjątku dla emitentów znajdujących się w specyficznej sytuacji, kiedy emitent (z założenia raczej spółka niepubliczna) chce zaoferować papiery podmiotom z nim powiązanym (znajomym, rodzinie, kontrahentom, podmiotom finansującym itp.) Jest to oferta publiczna z punktu widzenia Rozporządzenia 2017/1129, ale od strony praktycznej jest to tzw. „private placement”, gdzie specyficzną cechą są bezpośrednie relacje emitent-adresaci oferty. Nie było zamysłem unijnego prawodawcy zwolnienie z obowiązku sporządzania prospektu w związku z ofertą publiczną tylko dlatego, że jest taka a nie inna liczba adresatów oferty (do 149 osób). Wyjątek prospektowy wynikający z art. 1 ust. 4 lit b) Rozporządzenia 2017/1129 nie może zatem mieć zastosowania w przypadku częstego i wielokrotnego kierowania w krótkich odstępach czasu ofert do mniej niż 150 osób.

- Nie sposób zgodzić się z twierdzeniem, że występującym w praktyce przypadkom obchodzenia przepisów dotyczących ofert publicznych i nadużyciom w tym obszarze można zapobiegać korzystając z szeregu innych instrumentów kontroli, np. uprawnień nadzorczych KNF przewidzianych w art. 16-18a ustawy o ofercie. Istnieje zasadnicza wątpliwość co do możliwości skutecznego

			<p>zastosowania tych środków prawnych w odniesieniu do wielokrotnego przeprowadzania w krótkich odstępach czasu ofert kierowanych do adresatów w liczbie jednorazowo mniejszej niż próg 150 osób. Każda z takich ofert formalnie nie stanowi naruszenia przepisów prawa a w przepisach Rozporządzenia 2017/1129 jak i w ustawie o ofercie brak jest przesłanki „nadużycia prawa”, która pozwalałaby na zastosowanie przez organ nadzoru ww. środków w sytuacji wielokrotnego dokonywania w krótkich odstępach czasu ofert prywatnych. Zastosowanie w opisywanych sytuacjach art. 16-18a ustawy o ofercie prawdopodobnie zostałyby ocenione jako działanie bez podstawy prawnej powodując uchylenie decyzji organu ze wszystkimi tego konsekwencjami prawnymi. Dodać należy, że w przeszłości możliwość wprowadzenia do przepisów przesłanki „nadużycia prawa” przez emitentów jako podstawy do np. zatrzymania oferty publicznej była rozważana, lecz nie znalazła ostatecznie akceptacji pozwalającej na formalne uruchomienie procedury legislacyjnej dotyczącej tej propozycji.</p> <ul style="list-style-type: none">• Zgodnie z motywem 12 preambuły rozporządzenia 2017/1129 państwa członkowskie mają możliwość nakładania innych obowiązków informacyjnych na poziomie krajowym w zakresie, w jakim te obowiązki nie stanowią nieproporcjonalnego lub niepotrzebnego obciążenia. Z komentowanego wyjątku wynika bowiem tylko
--	--	--	--

			<p>tyle, że państwo członkowskie nie może narzucić w krajowym ustawodawstwie sporządzenia prospektu w sytuacjach objętych tym wyjątkiem. Przepisy Rozporządzenia 2017/1129 nie wskazują natomiast, czy państwo członkowskie może, czy też nie, ustanawiać innych krajowych wymogów informacyjnych dla oferty publicznej papierów wartościowych. Dlatego też ww. nowelizacją ustawy o ofercie z dnia 16 października 2019 r. wprowadzono obowiązek sporządzania memorandum informacyjnego zatwierdzanego przez KNF.</p> <ul style="list-style-type: none">• Obchodzenie przepisów rozporządzenia 2017/1129 poprzez dokonywanie ofert „kroczących” pozbawia inwestorów detalicznych istotnych i zweryfikowanych przez organ nadzoru informacji o emitencie oraz oferowanych przez niego papierach wartościowych, co w istotny sposób zmniejsza poziom ochrony ich interesów. Wprowadzone rozwiązanie nie może być oceniane wyłącznie pod kątem dodatkowego obciążenia dla emitentów, ponieważ likwiduje ono zauważoną przez UKNF w praktyce asymetrię informacji pomiędzy emitentem a inwestorem. Brak właściwego nadzoru nad ofertami dokonywanymi w warunkach art. 3 ust. 1a-1b ustawy o ofercie może również generować ryzyko systemowe, a poprzez zmniejszenie zaufania inwestorów do rynku kapitałowego ograniczyć emitentom wykonującym w sposób prawidłowy swoje obowiązki możliwość
--	--	--	---

			<p>pozyskania kapitału na tym rynku. Dlatego zauważyć należy również korzyści takiego rozwiązania dla uczestników rynku – dla inwestorów jak i dla podmiotów poszukujących finansowania.</p> <p>Kwestionowane rozwiązanie zostało wprowadzone jak odpowiedź regulatora na nadużycia prawa i związane z tym nieprawidłowości w zakresie oferowania instrumentów finansowych. Mając to na uwadze MF w chwili obecnej nie przewiduje rezygnacji z kwestionowanych wymogów.</p>
21.	<p>Art. 37a Ustawy o ofercie Art. 1 ust. 3 Rozporządzenia 2017/1129</p>	<p>W przypadku art. 37 Ustawy o ofercie obiektywnie nie było potrzeby, aby Polska skorzystała z opcji narodowej zawartej w art. 1 ust. 3 Rozporządzenia 2017/1129. Zgodnie bowiem z jego treścią nie ma ono zastosowania do oferty publicznej papierów wartościowych o łącznej wartości w Unii mniejszej niż 1 000 000 EUR, przy czym ograniczenie to oblicza się za okres 12 miesięcy. Państwa członkowskie otrzymały co prawda możliwość nakładania innych obowiązków informacyjnych na poziomie krajowym, lecz w zakresie, w jakim takie obowiązki <u>nie stanowiłyby nieproporcjonalnego lub niepotrzebnego obciążenia</u>. Konieczność udostępnienia do publicznej wiadomości dokumentu zawierającego informacje o tej ofercie stanowi nieproporcjonalne i niezasadne obciążenie dla małych emitentów. Rzutuje to z kolei na mniejszą konkurencyjność polskiego rynku dla branży start-upów, względem innych rynków unijnych, na których nie skorzystano z przedmiotowej opcji narodowej.</p>	<p>Wskazany przepis nie stanowi gold-platingu, mieści się on w przewidzianej rozporządzeniem opcji narodowej.</p> <ul style="list-style-type: none"> Regulacja wynikająca z art. 37a ustawy o ofercie została wprowadzona przez przepisy ustawy z dnia 16 października 2019 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. z 2019 r. poz. 2217). Przepis reguluje na poziomie krajowym wyjątek od stosowania przepisów Rozporządzenia 2017/1129 przewidziany w jego art. 1 ust. 3. Należy przy tym zauważyć, że ww. art. 3 ust. 2 umożliwia państwom członkowskim ustanowienie progu wartości ofert publicznych, dla których nie jest wymagane sporządzenie prospektu, na poziomie od 1 do 8 mln euro. Należy również zauważyć, że z 21 kwietnia 2018 r., na mocy ustawy z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami

			<p>finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 685) próg, poniżej którego nie jest wymagane sporządzenie memorandum informacyjnego został podwyższony ze 100 000 euro do kwoty 1 mln euro. Podwyższenia tego progu dokonano w oparciu o ówczynie przeprowadzoną analizę rynku oraz w oparciu o możliwości prawne wynikające z obowiązującej w tamtym czasie dyrektywy prospektowej 2003/71/WE.</p> <ul style="list-style-type: none">• Pozostawienie ofert publicznych o wartości z przedziału 100 tys. – 1 mln euro bez obowiązku sporządzenia jakiegokolwiek dokumentu przedstawiającego emitenta i ofertę papierów wartościowych pozbawia przede wszystkim inwestorów detalicznych istotnych informacji o emitencie oraz oferowanych przez niego papierach wartościowych pozwalających na podjęcie świadomych decyzji inwestycyjnych, a to w istotny sposób zmniejsza poziom ochrony ich interesów.• Proponowane rozwiązanie nie może być oceniane wyłącznie pod kątem dodatkowego obciążenia dla emitentów. Likwiduje ono bowiem asymetrię informacji pomiędzy emitentem a inwestorem.• W kontekście start-upów, zauważenia wymaga, że również regulator unijny zobowiązał te podmioty w przypadku oferowania swoich akcji na platformach crowdfundingowych do sporządzania i przekazywania inwestorom odpowiednich dokumentów informacyjnych.
--	--	--	--

			Mając powyższe na uwadze MF w chwili obecnej nie przewiduje rezygnacji z obowiązku sporządzania dokumentu informacyjnego w przypadku ofert publicznych w granicach 100 tys – 1 mln euro.
22.	Art. 37b Ustawy o ofercie Art. 3 ust. 2 lit b Rozporządzenia 2017/1129	Przepisy Rozporządzenia 2017/1129 dopuszczają, aby państwa członkowskie Unii Europejskiej zdecydowały o wyłączeniu z obowiązku publikacji prospektu emisyjnego ofert papierów wartościowych, których łączna wartość w okresie 12 miesięcy nie przekracza 8 000 000 euro. W przypadku Polski limit ten został ustanowiony w przepisie art. 37b ust. 1 Ustawy o ofercie jedynie na poziomie 2,5 mln EUR, warunkiem jest jednak udostępnienie przez emitenta memorandum informacyjnego. Limit przewidziany w polskich przepisach krajowych jest jednym z niższych stosowanych w UE. Większość państw członkowskich zdecydowała się na ustanowienie go na poziomie 5 mln EUR (Austria, Belgia, Chorwacja, Cypr, Grecja, Islandia, Malta) lub maksymalnie dozwolonym w przepisach Rozporządzenia 2017/1129 - tj. 8 mln EUR (np. Niemcy, Irlandia, Włochy, Litwa, Łotwa, Lichtenstein, Luksemburg, Norwegia), co sprawia że polskie przepisy w tym zakresie są bardziej restrykcyjne od przepisów większości wiodących państw członkowskich UE, co czyni je mniej atrakcyjnymi.	<p>Wskazany przepis nie stanowi gold-platingu, mieści się on w przewidzianej rozporządzeniem opcji narodowej.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Art. 3 ust. 2 lit. b Rozporządzenia 2017/1129 umożliwia państwom członkowskim ustanowienie progu wartości ofert publicznych, dla których nie jest wymagane sporządzenie prospektu, na poziomie od 1 do 8 mln euro. Należy zauważyć, że z dniem 21 kwietnia 2018 r., na mocy ustawy z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 685), w oparciu o ówczynie przeprowadzoną analizę rynku oraz możliwości prawne wynikające z obowiązującej w tamtym czasie dyrektywy 2003/71/WE, tj. z jej art. 3 ust. 2 lit. e i art. 1 ust. 2 lit. h, dokonano podwyższenia progów wyjątków wartościowych, ustalając, że w przedziale od nie mniej niż 1mln euro do mniej niż 2.5 mln euro wymagane będzie sporządzenie memorandum informacyjnego, zaś wymóg sporządzenia prospektu będzie obowiązywał przy kwocie 2.5 mln euro i więcej. • Pozostawienie ofert publicznych o wartości z przedziału 1 mln – 2.5 mln euro bez obowiązku sporządzenia memorandum finansowego, pozbawiałoby przede wszystkim inwestorów detalicznych istotnych informacji o emitencie

			<p>oraz oferowanych przez niego papierach wartościowych, pozwalających na podjęcie świadomych decyzji inwestycyjnych, a to w istotny sposób zmniejszałoby poziom ochrony interesów inwestorów. Proponowane rozwiązanie nie może bowiem być oceniane wyłącznie pod kątem dodatkowego obciążenia dla emitentów, ponieważ likwiduje ono asymetrię informacji pomiędzy emitentem a inwestorem.</p> <p>Niezależnie od powyższego MF zauważa, że procedowany obecnie projektu ustawy o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych (UC76) przewiduje podwyższenie od 10 listopada 2023 r. progu oferty bez prospektowej z 2,5 mln euro do 5 mln euro.</p>
23.	Art. 90g Ustawy o ofercie Art. 9b SRD II	<p>Art. 90g ust. 5 Ustawy o ofercie jest potencjalnym przykładem goldplatingu. W dyrektywie unijnej nie ma bowiem wzmianki o zawieraniu w sprawozdaniu o wynagrodzeniach informacji o świadczeniach pieniężnych przyznawanych na rzecz osób najbliższych. Konieczność zawierania w sprawozdaniu takich informacji jest więc dodatkowym obowiązkiem obciążającym spółki, o których mowa w art. 90c Ustawy o ofercie.</p>	<p>Wskazany przepis nie stanowi gold-platingu, gdyż wynika wprost z implementowanej dyrektywy.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Przepisy art. 90g ust. 5 stanowi implementację dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z dnia 17 maja 2017 r. zmieniającej dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania. • Zgodnie z motywem 36 tej dyrektywy aby zapewnić pełny ogląd wynagrodzeń dyrektorów, w sprawozdaniu o wynagrodzeniach należy ujawniać także, w stosownych przypadkach, kwotę wynagrodzenia przyznanego na podstawie sytuacji rodzinnej poszczególnych dyrektorów. Dlatego sprawozdanie o wynagrodzeniach powinno obejmować także, w stosownych

			<p>przypadkach, składniki wynagrodzenia takie jak świadczenia rodzinne lub świadczenia na dzieci. Ponieważ jednak dane osobowe dotyczące sytuacji rodzinnej poszczególnych dyrektorów lub szczególne kategorie danych osobowych w rozumieniu rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 (4) są szczególnie wrażliwe i wymagają szczególnej ochrony, w sprawozdaniu należy ujawniać tylko kwotę wynagrodzenia a nie podstawę jego przyznania.</p> <p>Mając powyższe na uwadze MF nie przewiduje zmian w kwestionowanym zakresie.</p>
Raportowanie schematów podatkowych (MDR)			
24.		<p>Zgodnie ze stosowaną wykładnią art. 86b i kolejnych Ordynacji podatkowej oraz ugruntowanymi poglądami doktryny obowiązek raportowania ustanowiony w tych przepisach obejmuje zarówno schematy podatkowe krajowe jak i transgraniczne. Tymczasem unijne przepisy dyrektywy zobowiązują Państwa Członkowskie jedynie do przyjmowania niezbędnych środków w celu nałożenia na pośredników obowiązku przekazywania właściwym organom informacji, które są im znane lub które są w ich posiadaniu lub pod ich kontrolą, dotyczących podlegających zgłoszeniu uzgodnień transgranicznych.</p> <p>W zakres transakcji krajowych, do których raportowania ordynacja podatkowa zobowiązuje, wchodzi również takie, które zostały wyraźnie zwolnione od opodatkowania, przykładem sprzedaż praw majątkowych będących instrumentami finansowymi dokonywana za pośrednictwem firm inwestycyjnych, która, zgodnie z art. 9 pkt 9 lit. b Ustawy z dnia 9 września 2000 r. o podatku od czynności cywilnoprawnych, jest wyraźnie zwolniona z opodatkowania. Ustawodawca krajowy daleko wykroczył więc poza cel ww. dyrektywy, którym jest poprawa funkcjonowania rynku</p>	<p>Wskazane przepisy wykraczają poza regulacje prawne bezpośrednio związane z prowadzeniem działalności na rynku kapitałowym, a przez to poza zakres dokonywanego przeglądu.</p>

		wewnętrznego poprzez zniechęcenie do korzystania z transgranicznych uzgodnień z zakresu agresywnego planowania podatkowego.	
Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych („ Rozporządzenie w sprawie trybu i warunków ”)			
25.	§ 30 – 49 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków Art. 9 - 10 Dyrektywy 2017/593	UWAGA OGÓLNA: Przepisy w zakresie zarządzania produktami ustanowione w Rozporządzeniu w sprawie trybu i warunków cechuje niski poziom regulacji, a także brak precyzji odpowiadającej precyzyjnym Wytycznym ESMA w zakresie wymogów w zakresie zarządzania produktami zgodnie z MiFID II, i liczne błędy.	Uwaga o charakterze ogólnym nie zawierająca konkretnych przykładów. Ponadto, zarzuca się w niej niski poziom regulacji, co wydaje się sprzeczne unikaniem gold-platingu.
26.	§ 35 ust. 3 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków Art. 9 ust. 7 Dyrektywy 2017/593	§ 35 ust 3 Dyrektywy 2017/593 błędnie doprecyzowuje art. 9 ust. 7 Dyrektywy 2017/593 w zakresie nadzoru w obszarze zarządzania produktami. Rozporządzenie unijne obliguje bowiem państwa członkowskie do zobowiązania firm inwestycyjnych do zapewnienia, aby ich komórka ds. nadzoru zgodności z prawem monitorowała zmiany i okresowe przeglądy zasad zarządzania produktami w celu wykrycia wszelkiego ryzyka niewywiązania się przez firmę z obowiązków. Krajowa regulacja zaś powierza ten obowiązek radzie nadzorczej spółki, która nie jest tożsama z komórką ds. nadzoru zgodności z prawem.	Wskazany przepis należy rozpatrywać w kategorii błędu legislacyjnego, a nie gold-platingu. Kwestionowany przepis został skorygowany zgodnie z przedstawioną uwagą rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 7 grudnia 2021 r. zmieniającym rozporządzenie w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz. U. poz. 2307).
27.	§ 46 ust. 3 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków Art. 10 ust. 6 Dyrektywy 2017/593	§ 46 ust 3 Dyrektywy 2017/593 błędnie doprecyzowuje art. 10 ust. 6 Dyrektywy 2017/593 w zakresie nadzoru w obszarze zarządzania produktami. Rozporządzenie unijne obliguje bowiem państwa członkowskie do zobowiązania firm inwestycyjnych do zapewnienia, aby ich komórka ds. nadzoru zgodności z prawem monitorowała zmiany i okresowe przeglądy zasad zarządzania produktami w celu wykrycia wszelkiego ryzyka niewywiązania się przez firmę z obowiązków. Krajowa regulacja zaś powierza ten obowiązek radzie nadzorczej spółki, która nie jest tożsama z komórką ds. nadzoru zgodności z prawem.	Wskazany przepis należy rozpatrywać w kategorii błędu legislacyjnego, a nie gold-platingu. Kwestionowany przepis został skorygowany zgodnie z przedstawioną uwagą rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 7 grudnia 2021 r. zmieniającym rozporządzenie w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych (Dz. U. poz. 2307).
28.	§ 138 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków	Art. 59-63 Rozporządzenia 2017/565 formułują obowiązki kolejno dla sprawozdawczości dotyczącej wykonywania zleceń innych niż do celów zarządzania	Wskazany przepis może nosić znamiona gold-platingu.

	Art. 59 Rozporządzenia 2017/565	portfelem, zarządzania portfelem oraz w zakresie zestawień instrumentów finansowych i funduszy klienta. W polskim porządku prawnym do wszystkich tych przepisów odnosi się zbiorczo art. 83j Ustawy o obrocie poprzez odpowiednie odesłania. Nadmiarowym jest więc § 138 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków formułujący dodatkowe obowiązki, o których nie ma wzmianki w art 59 Rozporządzenia 2017/565. § 138 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków dotyczy bowiem obowiązków sprawozdawczych w zakresie usługi przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, a więc obowiązków w zakresie wykonywania zleceń innych niż do celów zarządzania portfelem. W związku z powyższym kwestia ta jest już uregulowana na szczeblu Rozporządzenia 2017/565. Rozszerzanie tych obowiązków przez ustawodawcę krajowego nie ma oparcia w prawie unijnym i stanowi przykład goldplatingu.	<ul style="list-style-type: none"> 2017/565 formułuje szczegółowe wymogi dla raportowania wobec klienta dla (i) wykonywania zleceń, (ii) zarządzania portfelem oraz (iii) przechowywania lub rejestrowania. Rozporządzenie ws. trybu i warunków dodatkowo określa wymogi w zakresie (i) PPZ, (ii) doradztwa oraz (iii) sporządzania analiz. MF dokona przeglądu tej regulacji w trakcie kolejnej nowelizacji rozporządzenia w przypadku ponownego zgłoszenia wskazanego problemu przez IDM.
29.	§ 139 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków Art. 59 Rozporządzenia 2017/565	Art. 59-63 Rozporządzenia 2017/565 formułują obowiązki kolejno dla sprawozdawczości dotyczącej wykonywania zleceń innych niż do celów zarządzania portfelem, zarządzania portfelem oraz w zakresie zestawień instrumentów finansowych i funduszy klienta. W polskim porządku prawnym do wszystkich tych przepisów odnosi się zbiorczo art. 83j Ustawy o obrocie poprzez odpowiednie odesłania. Nadmiarowym jest więc § 139 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków formułujący dodatkowe obowiązki, o których nie ma wzmianki w art 59 Rozporządzenia 2017/565. § 139 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków dotyczy bowiem obowiązków sprawozdawczych w zakresie usługi doradztwa inwestycyjnego, a więc obowiązków w zakresie wykonywania zleceń innych niż do celów zarządzania portfelem. W związku z powyższym kwestia ta jest już uregulowana na szczeblu Rozporządzenia 2017/565. Rozszerzanie tych obowiązków przez ustawodawcę krajowego nie ma oparcia w prawie unijnym i stanowi przykład goldplatingu.	<p>Wskazany przepis może nosić znamiona goldplatingu.</p> <p>Jw. - MF dokona przeglądu tej regulacji w trakcie kolejnej nowelizacji rozporządzenia w przypadku ponownego zgłoszenia wskazanego problemu przez IDM.</p>
30.	§ 140 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków	Art. 59-63 Rozporządzenia 2017/565 formułują obowiązki kolejno dla sprawozdawczości dotyczącej wykonywania zleceń innych niż do celów zarządzania	<p>Wskazany przepis może nosić znamiona goldplatingu.</p>

	Art. 59 Rozporządzenia 2017/565	portfelem, zarządzania portfelem oraz w zakresie zestawień instrumentów finansowych i funduszy klienta. W polskim porządku prawnym do wszystkich tych przepisów odnosi się zbiorczo art. 83j Ustawy o obrocie poprzez odpowiednie odesłania. Nadmiarowym jest więc § 140 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków formułujący dodatkowe obowiązki, o których nie ma wzmianki w art 59 Rozporządzenia 2017/565. § 140 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków dotyczy bowiem obowiązków sprawozdawczych w zakresie usługi sporządzaniu analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych, a więc obowiązków w zakresie wykonywania zleceń innych niż do celów zarządzania portfelem. W związku z powyższym kwestia ta jest już uregulowana na szczeblu Rozporządzenia 2017/565. Rozszerzanie tych obowiązków przez ustawodawcę krajowego nie ma oparcia w prawie unijnym i stanowi przykład goldplatingu.	Jw. - MF dokona przeglądu tej regulacji w trakcie kolejnej nowelizacji rozporządzenia w przypadku ponownego zgłoszenia wskazanego problemu przez IDM.
Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 maja 2018 r. w sprawie 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 („ Rozporządzenie WTiO ”)			
31.	§ 38-51 Rozporządzenia WTiO Art. 25 ust. 1, 9 MIFID II	<p>UWAGA OGÓLNA</p> <p>Przepisy dotyczące pracowników autoryzowanych zawierające się w Rozdziale 6 Rozporządzenia WTiO są przepisami wykonawczymi w stosunku do art. 82a Ustawy o obrocie, który z kolei implementuje do polskiego porządku prawnego art. 25 ust. 1 MIFID II. Szczegółowe Wytyczne dotyczące oceny wiedzy i kompetencji zostały wydane, na podstawie art. 25 ust. 9 MIFID II, przez ESMA – „<i>Guidelines for the assessment of knowledge and competence</i>”. Krajowe uregulowania dotyczące pracowników autoryzowanych cechują się jednak niską jakością regulacji, na co składają się mała przejrzystość przepisów (np. kolejność i struktura przepisów nie odpowiada kolejności i przejrzystej strukturze przedstawionej przez ESMA w wytycznych, a co za tym idzie poszczególne przepisy nie stanowią zharmonizowanej całości), kaskadowe odesłania. Regulację krajową cechuje zatem znaczny regres w stosunku do Wytycznych ESMA dotyczących wiedzy i doświadczenia.</p>	<p>Wskazane problemy nie stanowią gold-platingu, natomiast odnoszą się do sposobu formułowania przepisów, czy też braku wydania przez MF fakultatywnego rozporządzenia, które nie wynika z przepisów prawa europejskiego.</p>

		<p>Ostatecznie, polski ustawodawca do dnia dzisiejszego nie wydał aktu wykonawczego, o którym mowa w art. 94 ust. 3 Ustawy o obrocie, zawierającego wykaz tytułów naukowych lub zawodowych, których posiadanie przez osoby, którym powierzono wykonywanie czynności, o których mowa w art. 82a ust. 1, uznaje się za posiadanie przez nie, w całości albo części, odpowiedniej wiedzy i odpowiednich kompetencji. Do przedmiotowego wykazu odwołuje się również § 42 ust. 2 Rozporządzenia WTiO. Brak stosownego wykazu utrudnia zatem stosowanie przedmiotowych przepisów.</p>	
<p>Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 22 lutego 2019 r. w sprawie zakresu, trybu i formy oraz terminów przekazywania Komisji Nadzoru Finansowego informacji przez firmy inwestycyjne, banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banki powiernicze („Rozporządzenie w zakresie przekazywania informacji KNF”)</p>			
32.	<p>§ 148 ust. 1 w zw. z art. 149 ust. 18 Rozporządzenia w zakresie przekazywania informacji KNF</p>	<p>Sprawozdanie z działalności sprzedażowej, wprowadzone w § 148 ust. 1 Rozporządzenia w sprawie przekazywania informacji KNF, dotyczy statystyk w zakresie wszystkich instrumentów na rynku pierwotnym i wtórnym w ramach wszystkich grup klientów oraz dodatkowo opisu trendów wzrostowych i spadkowych w zakresie poszczególnych grup instrumentów. Termin sprawozdania – do 15 dnia następującego po kwartale objętym sprawozdaniem jest terminem zdecydowanie za krótkim. Raporty od agentów transferowych/towarzystw funduszy inwestycyjnych w zakresie sprzedaży jednostek uczestnictwa/certyfikatów inwestycyjnych przesyłane są bowiem z reguły właśnie do 15 dnia miesiąca. Otrzymane dane wymagają dodatkowo dopracowania ze strony firmy inwestycyjnej. W tej sytuacji dotrzymanie terminu przekazania kompletnego sprawozdania, obejmującego dane za pełny kwartał, nie zawsze jest możliwe lub jest wysoce utrudnione. Ponadto w trakcie prac nad ww. rozporządzeniem – zakres reportu, termin jego przekazywania oraz sam fakt obowiązku jego przekazywania nie był konsultowany ze środowiskiem domów maklerskich.</p>	<p>Kwestionowany przepis nie stanowi gold-platingu, gdyż nie wynika z prawa unijnego. MF dokonało zmiany wskazanego przepisu rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 23 listopada 2021 r. zmieniającym rozporządzenie w sprawie zakresu, trybu i formy oraz terminów przekazywania Komisji nadzoru Finansowego informacji przez firmy inwestycyjne, banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, i banki powiernicze (Dz. U. poz. 2315). Z dniem 1 czerwca 2022 r. kwartalne sprawozdanie z działalności sprzedażowej, przekazywane będzie w terminie do 20. dnia miesiąca następującego po kwartale objętym sprawozdaniem.</p>
<p>Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 25 kwietnia 2017 r. w sprawie kapitału wewnętrznego, systemu zarządzania ryzykiem, programu oceny nadzorczej oraz badania i oceny nadzorczej, a także polityki wynagrodzeń w domu maklerskim („Rozporządzenie BION”)</p>			

33.	§ 24 Rozporządzenia BION	<p>W ramach przeprowadzanego procesu BION postawienie niewspółmiernie dużego nacisku na jeden obszar – Zarządzanie, który to jest tylko jednym z kilku obszarów wymieniony § 24 Rozporządzenia BION. W ramach obszaru – Zarządzanie w opinii KNF mieści się szereg różnych kwestii (często dosyć luźno aksjologicznie związane z obszarem zarządzania ryzykiem), np.: tzw. MiFID, kontrole wewnętrzne, reklamacje, audyt wewnętrzny, działalność agencyjna, terminy przekazywania raportów, polityka wynagrodzeń. O powyższym może świadczyć znaczna liczba dokumentów i informacji przekazywanych rokrocznie w ramach procesu BION: prezentacja licząca często około 200 slajdów oraz kilkadziesiąt dodatkowych dokumentów w formie załączników. W obecnym kształcie proces BION jest <i>de facto</i> badaniem całości działalności firmy inwestycyjnej we wszystkich jej płaszczyznach działalności. Znamiennym jest również wzrost wagi dla obszaru – Zarządzanie w stosunku do innych obszarów, co w konsekwencji prowadzi do zniekształcenia celu nadawanej oceny BION w świetle założeń regulacji unijnych.</p>	<p>Kwestionowany przepis nie stanowi gold-platingu.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Znacząca waga obszaru zarządzanie w całościowej ocenie BION wynika przede wszystkim z obszernego zakresu elementów ocenianych w ramach tego obszaru. • Obszar ten obejmuje swoim zakresem przede wszystkim kwestie dotyczące zarządzania poszczególnymi rodzajami ryzyka, na które narażone są domy maklerskie. • Podkreślić należy także, że elementy, które są oceniane w ramach tego obszaru, takie jak kontrole wewnętrzne, audyt wewnętrzny, polityka wynagrodzeń czy terminowość sporządzania ryzykiem stanowią elementy systemu zarządzania ryzykiem. • Dopiero ich uwzględnienie pozwala na dokonanie oceny systemu zarządzania ryzykiem w sposób całościowy. • Ujęcie tych elementów w zakresie prawidłowego zarządzania ryzykiem wynika z przepisów Dyrektywy CRDIV, która została implementowana w przepisach rozporządzenia przywołanego przez IDM. <p>MF nie przewiduje zmian w przedmiotowym zakresie.</p>
<p>Q&A wydane przez Urząd Komisji Nadzoru finansowego dotyczące rejestru akcjonariuszy (https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Informacje_dla_podmiotow_nadzorowanych/Rynek_kapitalowy/Q&A_dot_rejestru_akcjonariuszy)</p>			
34.	Pytanie nr 6 Czy dom maklerski może prowadzić rejestr akcjonariuszy dla akcji własnych	<p>Zdaniem UKNF KSH zakłada podmiotową odrębność spółki i podmiotu uprawnionego do prowadzenia rejestru akcjonariuszy, gdyż wymagane jest zawarcie umowy pomiędzy spółką a tym podmiotem. Prowadzenie rejestru akcjonariuszy nie jest również możliwe przez wyodrębnioną jednostkę organizacyjną (biuro maklerskie) na rzecz banku, w którego strukturach działa takie biuro maklerskie. Nie posiada ono podmiotowości</p>	<p>Przedstawiony problem nie stanowi gold-platingu, gdyż dotyczy rozwiązań stricte krajowych, nieobjętych prawem unijnym.</p>

		<p>prawnej, nie może zatem być stroną umowy o prowadzenie rejestru akcjonariuszy. Oznacza to, że dom maklerski/biuro maklerskie, mimo, że jest uprawnione do prowadzenia rejestru akcjonariuszy, nie może świadczyć tej usługi na swoją rzecz. W ocenie IDM biuro maklerskie powinno mieć możliwość prowadzenia rejestru akcji własnych jako profesjonalny podmiot, podlegający obowiązującym prawu. Aktualne przepisy generują jedynie dodatkowe koszty i zbędne działania polegające na angażowaniu innych podmiotów oferujących podobne usługi.</p>	
35.	<p>Pytanie nr 28 Czy przed podpisaniem przez spółkę umowy o prowadzenie rejestru akcjonariuszy, FI powinna przeprowadzić badanie odpowiedniości tej usługi dla spółki</p>	<p>Jak wynika z prezentowanych Q&A, z uwagi na fakt, że prowadzenie rejestru akcjonariuszy jest usługą maklerską, firma inwestycyjna, przed zawarciem umowy o prowadzenie rejestru akcjonariuszy powinna przeprowadzić badanie adekwatności takiej usługi (w odpowiedzi KNF błędnie pojawia się sformułowanie „odpowiedniości”) dla spółki. Badanie to powinno się skupiać na zbadaniu zrozumienia przez spółkę charakteru świadczonej usługi. W ocenie IDM taka interpretacja jest nieracjonalna. Brak jest uzasadnienia do prowadzenia badania adekwatności z uwagi na to, że usługa prowadzenia rejestru akcjonariuszy jest prowadzona dla podmiotów, które, z racji swojej działalności, stale poruszają się w reżimie KSH i mają kompleksową wiedzę na tematy związane z organizacją spółki. Prowadzenie dla spółki rejestru akcjonariuszy jest natomiast wymogiem wynikającym z przepisów prawa. Badanie tego, czy prowadzenie obowiązkowego rejestru dla spółki jest adekwatną dla niej usługą i czy spółka ma świadomość swoich praw i obowiązków, a także ryzyk związanych z prowadzeniem rejestru jest zbędnym, dodatkowym obowiązkiem nie wnoszącym żadnej wartości dodanej. Brak przeprowadzenia badania oceny adekwatności w żaden sposób nie umniejsza tu poziomu ochrony spółki, spółka nie występuje tu w roli inwestora na rynku kapitałowym, brak ew. wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego nie naraża jej w tym przypadku na jakiegokolwiek ryzyko inwestycyjne. Z kolei ryzyka związane z zapewnieniem prawidłowego funkcjonowania rejestru są w dużej mierze mitygowane przez ustawowe powierzenie świadczenia usługi podmiotom profesjonalnym, uprawnionym do prowadzenia rachunków papierów wartościowych.</p>	<p>Przedstawiony problem nie stanowi gold-platingu, gdyż dotyczy rozwiązań stricte krajowych, nieobjętych prawem unijnym. Niezależnie od powyższego UKNF dokonał 14-09-2020 r zmiany odpowiedzi na przedmiotowe pytanie – (...) <i>W tym celu nie jest jednak wymagane przeprowadzenie testu odpowiedniości.</i></p>

Stanowiska Komisji Nadzoru Finansowego

36.

Stanowisko UKNF w związku z Rozporządzeniem delegowanym Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającym dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy

W ocenie UKNF wszelkie koszty ponoszone przez emitenta papierów wartościowych z tytułu usługi oferowania instrumentów finansowych winny być ujawniane inwestorom ex ante i ex post, jako mające wpływ na zwrot z inwestycji tego inwestora.

W praktyce nie można jednoznacznie powiązać kosztów doradztwa na rzecz emitenta, kosztów sporządzenia dokumentacji, podatków od czynności związanych z oferowanymi instrumentami finansowymi jak również samego wynagrodzenia za sukces z tytułu uplasowania instrumentów finansowych z wpływem na zwrot z dokonanej inwestycji.

Dodatkowo, zgodnie z treścią przepisu: „W przypadku ujawniania klientom ex ante i ex post informacji o kosztach i opłatach firmy inwestycyjne zestawiają zbiorczo:

a) wszystkie koszty i powiązane opłaty naliczane przez firmę inwestycyjną lub inne osoby, w przypadku gdy klient został skierowany do takich innych osób, z tytułu usługi inwestycyjnej (usług inwestycyjnych) lub usług dodatkowych świadczonych na rzecz klienta (...)”.

Należy w tym miejscu zaznaczyć, że katalog usług inwestycyjnych oraz usług dodatkowych zawarty jest w załączniku I Sekcja A do MiFID II. Wśród ww. usługi oferowania instrumentów nie została wymieniona. Ponadto należy podkreślić, że ani usługa oferowania instrumentów finansowych ani inne usługi dodatkowe związane z oferowaniem instrumentów finansowych, jak np. gwarantowanie emisji instrumentów finansowych lub subemisja instrumentów finansowych z gwarancją przejęcia emisji lub doradztwo dla przedsiębiorstw odnoszące się do struktury kapitałowej, strategii i odnośnych kwestii nie są świadczone przez firmę inwestycyjną na rzecz klienta będącego inwestorem. W związku z powyższym wątpliwy jest cel ujawniania inwestorom kosztów ponoszonych przez emitentów na rzecz firmy inwestycyjnej z tytułu oferowania instrumentów finansowych.

Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż jest związany z ustawowym obowiązkiem KNF zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.

Ewentualne wątpliwości wyjaśnienia powinny zostać wyjaśnione w ramach bilateralnych rozmów UKNF i IDM.

37.	Implementacja wytycznych ESMA do krajowego porządku prawnego	Ogólna uwaga w zakresie implementowania wytycznych ESMA poprzez ich zamieszczanie w Rozporządzeniach (np. wytyczne w sprawie sprzedaży krzyżowej, wytyczne w sprawie pracowników autoryzowanych). Wytyczne ESMA stanowią „miękkie” prawo, poza tym mogą się charakteryzować dużą zmiennością. W takim przypadku niezasadne jest nakładanie na firmy inwestycyjne obowiązków na poziomie ustawowym/Rozporządzenia, a nie wytycznych KNF (może przez takie działanie dojść do sytuacji, w której w skutek zmiany wytycznych ESMA przez na firmy inwestycyjne będzie nałożony obowiązek, który już nie jest aktualny lub został zmieniony w zaktualizowanych wytycznych ESMA). Ponadto wytyczne często charakteryzują się ogólną lub nieprecyzyjną terminologią, co nastręcza problemów przy stosowaniu aktów prawa implementujących te wytyczne.	Przedstawiony problem nie stanowi gold-platingu. Podejście wynika z praktyki nadzorczej; implementowane wytyczne są lepiej przestrzegane. Mając na uwadze konieczność zapewnienia niektórych z kluczowych wytycznych ESMA oraz w przypadku braku przeniesienia tych wytycznych do prawa krajowego brak możliwości egzekwowania „należytę staranności” w ich przestrzeganiu, w ocenie MF zasadne jest pozostanie przy obecnej praktyce.
Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (dalej: „Ustawa o funduszach ”)			
38.	Ustawa o funduszach	UWAGA OGÓLNA: Przepisy art. 32b ust. 2-4 i 83a Ustawy o funduszach, wpływają negatywnie na możliwość dystrybuowania polskich funduszy inwestycyjnych. Potencjalne konflikty na linii TFI-dystrybutor, stawiają produkty takie jak fundusze w zdecydowanie mniej korzystnym świetle względem pozostałych produktów znajdujących się w ofercie firm inwestycyjnych. Wymogi i obostrzenia, które nie funkcjonują na rynkach zagranicznych, stawiają polskie produkty w mniej korzystnej sytuacji również względem ich konkurentów, bo gdy ich rentowność spadnie, zostaną zastąpione bardziej opłacalnymi, w tym zagranicznymi. W konsekwencji ucierpią nie tylko towarzystwa, ale znacznemu ograniczeniu ulegnie dostępność tego typu produktu dla inwestorów. Podkreślenia wymaga, że na tak silną ingerencję nie zdecydował się nawet ustawodawca unijny, nie włączając ani do MiFID II ani jakiegokolwiek innej regulacji, w tym przede wszystkim żadnej z dyrektyw regulujących tworzenie i funkcjonowanie przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania, przepisów o powyższym charakterze. Tego typu przepisy, stawiające w gorszej sytuacji polskie fundusze inwestycyjne, względem ich zagranicznych konkurentów, stanowią ewidentne przykłady goldplatingu. Mając na uwadze cele wytyczone przez Strategię Rozwoju Rynku Kapitałowego w tym obszarze, zmierzające zarówno do likwidacji tego rodzaju regulacji, jak również	Przedstawiony problem nie stanowi gold-platingu, gdyż dotyczy rozwiązań stricte krajowych, wynikających z zaobserwowanych nieprawidłowości na rynku funduszy inwestycyjnych. Niezależnie od powyższego odpowiednie zmiany w przedmiotowym zakresie rozważane są w ramach projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku. Zmiany w tym zakresie zaproponował UKNF w trakcie opiniowania projektu UD235.

		zapobieżenia ich wprowadzaniu w przyszłości, powyższe przepisy powinny zostać usunięte z Ustawy o funduszach.	
39.	Art. 32b ust. 2-4 Ustawy o funduszach Art. 24 ust. 9 MIFID II	<p>Postanowienia art. 32b ust. 2-4 Ustawy o funduszach są przepisami wprowadzonymi nadmiarowo przy okazji implementacji do polskiego porządku prawnego MIFID II. Nakładają one bowiem na dystrybutorów obowiązek comiesięcznego obowiązku przekazywania towarzystwom funduszy inwestycyjnych (TFI) wykazu czynności mających na celu poprawienie jakości świadczonych usług i dokumentów potwierdzających poniesione z tego tytułu koszty oraz obowiązek TFI dokonania weryfikacji zgodności tych czynności z przepisami prawa i interesem uczestników oraz zasadności i prawidłowości ustalenia tych kosztów. Wskazać należy, że MiFID II reguluje sytuacje i zasady, na jakich firma inwestycyjna może pobierać „zachęty”, za w pełni wystarczające uznając oczekiwanie, że firma inwestycyjna postępować będzie zgodnie z przepisami, czego weryfikację będzie przeprowadzał organ nadzoru. Wymienione wyżej przepisy z nieuzasadnionych względów przerzucają na TFI obowiązki nadzorcze względem dystrybutorów.</p> <p>Wprowadzenie powyższych przepisów nie osiągnęło zamierzonego przez ustawodawcę celu, doprowadziło natomiast do istotnych trudności we wzajemnych relacjach TFI i dystrybutorów, w tym spotęgowało trudności w rozliczeniach między stronami.</p>	<p>Przedstawiony problem nie stanowi gold-platingu, gdyż dotyczy rozwiązań stricte krajowych, wynikających z zaobserwowanych nieprawidłowości na rynku funduszy inwestycyjnych.</p> <p>Niezależnie od powyższego odpowiednia zmiana w przedmiotowym zakresie rozważana jest w ramach projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku.</p>
40.	Art. 83a Ustawy o funduszach	<p>Art. 83a Ustawy o funduszach, który nakłada obowiązek ustanowienia w każdym FIO co najmniej dwóch kategorii jednostek: zbywanych przez fundusz bezpośrednio (tzw. „bezppośrednich”) oraz zbywanych przez fundusz za pośrednictwem podmiotów, o których mowa w art. 32 ust. 1 i 2 UoFI (tzw. „dystrybucyjnych”). Jednocześnie, ww. przepis stanowi, że wynagrodzenie za zarządzanie pobierane od poszczególnych klas powinno być różne, a kwoty przekazywane na rzecz dystrybutorów mogą obciążać wyłącznie jednostki dystrybucyjne. Przepisy te do tej pory budzą liczne wątpliwości interpretacyjne. Pierwszą z nich jest odpowiedź na pytanie, jakie dokładnie przypadki należy traktować jako jednostki bezpośrednie, mając na uwadze, że zgodnie z art. 32 ust. 1 pkt 1 UoFI dystrybutorem jest również towarzystwo będące organem danego funduszu. Co więcej, jeżeli uznamy, że TFI będące organem funduszu dystrybuuje jednostki bezpośrednie, mając na uwadze wysoki koszt budowy i obsługi systemów transakcyjnych, które w tym wypadku TFI musi posiadać na wyłącznie swój użytek,</p>	<p>Przedstawiony problem nie stanowi gold-platingu, gdyż dotyczy rozwiązań stricte krajowych, wynikających z zaobserwowanych nieprawidłowości na rynku funduszy inwestycyjnych.</p> <p>Niezależnie od powyższego zauważenia wymaga, że przedstawiona propozycja była przedmiotem dyskusji w ramach projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, niemniej nie została ona uzgodniona.</p>

		<p>ciężko osiągnąć stan, w którym taka jednostka będzie tańsza, niż ta w której dystrybutor użył swojego systemu na rzecz wielu podmiotów.</p> <p>Przedmiotowe przepisy wpływają negatywnie na możliwość dystrybuowania polskich funduszy inwestycyjnych. Ustanowienie maksymalnej wysokości wynagrodzenia za zarządzanie na docelowym poziomie 2%, jak również nałożenie dodatkowych obowiązków weryfikacji „zachęt” i związane z tym potencjalne konflikty na linii TFI-dystrybutor, stawiają tego typu produkty w zdecydowanie mniej korzystnym świetle względem innych produktów znajdujących się w ofercie firm inwestycyjnych.</p>	
<p>Wytyczne dotyczące zarządzania obszarami technologii informacyjnej i bezpieczeństwa środowiska teleinformatycznego w firmach inwestycyjnych Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 16 grudnia 2014 r. (dalej: „Wytyczne IT Komisji Nadzoru Finansowego”)</p>			
41.	Wytyczne IT Komisji Nadzoru Finansowego	<p>UWAGA OGÓLNA.</p> <p>W związku z przyjęciem Wytycznych EUNB w sprawie zarządzania ryzykiem związanym z technologiami i bezpieczeństwem ICT z dnia 28 listopada 2019 r. (dalej: „Wytyczne ICT”), mających zastosowanie od dnia 30 czerwca 2020 r., Izba poddaje pod rozważenie dalsze obowiązywanie Wytycznych IT Komisji Nadzoru Finansowego. Trzeba bowiem zauważyć, że o ile zakres merytoryczny obu wytycznych co do zasady jest bardzo zbliżony (do takich wniosków prowadzi analiza porównawcza obu wytycznych, o tyle Wytyczne IT Komisji Nadzoru Finansowego przewidują w wielu przypadkach bardziej kazuistyczne i szczegółowe wymogi dla obowiązków już zaadresowanych w treści Wytycznych ICT. Dodatkowo krajowe wytyczne przewidują szereg dodatkowych obowiązków (np. Wytyczna 16 i Wytyczna 17) w ogóle nieprzewidzianych w Wytycznych ICT.</p> <p>Tymczasem odbiorcami Wytycznych ICT są nie tylko dostawcy usług płatniczych, ale również instytucje (tj. instytucje kredytowe i firmy inwestycyjne zgodnie z definicją zawartą w art. 4 ust. 1 pkt 3 CRR). Prowadzi to do sytuacji, w której krajowe firmy inwestycyjne są adresatami równocześnie Wytycznych ICT, jak i Wytycznych IT Komisji Nadzoru Finansowego. Przy czym tak, jak wskazano powyżej w niektórych obszarach Wytyczne IT Komisji Nadzoru Finansowego sformułowane są bardziej szczegółowo niż</p>	<p>Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż jest związany z ustawowym obowiązkiem KNF zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.</p>

		<p>Wytyczne ICT. Taka sytuacja rodzi szereg problemów w stosowaniu obu wytycznych. Po pierwsze nie wiadomo jaka jest relacja Wytycznych ICT do Wytycznych IT Komisji Nadzoru Finansowego – Wytyczne ICT zostały przyjęte co prawda później, a obowiązują od niedawna, jednak Wytyczne IT Komisji Nadzoru Finansowego przewidują niekiedy bardziej szczegółowe wymogi niż Wytyczne ICT. Po wtóre wiadomo do końca, czy wytyczne EUNB i KNF należy stosować łącznie, czy też jedynie Wytyczne ICT. Brak wyraźnego stanowiska nadzorca będzie oznaczał istotne trudności dla krajowych firm inwestycyjnych, w niektórych obszarach uniemożliwi im korzystanie z rozwiązań znanych i skutecznie wdrażanych na innych rynkach w obszarze IT wobec konieczności dostosowania się nie tylko do Wytycznych ICT, ale i Wytycznych IT Komisji Nadzoru Finansowego. Taka sytuacja uniemożliwi krajowym firmom inwestycyjnych optymalizację kosztową w tych obszarach IT, w których możliwe jest wdrożenie takich rozwiązań. Będzie wiązało się to z koniecznością tworzenia na potrzeby krajowego rynku drogich rozwiązań „tailor-made”, co dodatkowo zmniejszy konkurencyjność krajowych firm inwestycyjnych względem firm inwestycyjnych z innych państw członkowskich, podrażając sam proces dostosowawczy.</p> <p>Wobec wyżej zarysowanego problemu konieczne jest zajęcie przez krajowego regulatora wyraźnego stanowiska w tej kwestii i uchylenie Wytycznych IT Komisji Nadzoru Finansowego wobec faktu, iż normują obszar zaadresowany już w treści Wytycznych ICT, względnie weryfikacja i zrewidowanie Wytycznych IT Komisji Nadzoru Finansowego z wyraźnym wskazaniem relacji poszczególnych wytycznych do Wytycznych ICT, w tym usunięcie wytycznych powielających wymogi z Wytycznych ICT.</p>	
42.	Wytyczna 16	Zgodnie z Wytyczną 16, firma inwestycyjna, która świadczy usługi z wykorzystaniem elektronicznych kanałów dostępu powinna posiadać skuteczne rozwiązania techniczne i organizacyjne zapewniające weryfikację tożsamości i bezpieczeństwo danych oraz środków klientów, jak również edukować klientów w zakresie zasad bezpiecznego korzystania z tych kanałów. Innymi słowy, Wytyczna 16 nakłada na firmy inwestycyjne	Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż jest związany z ustawowym obowiązkiem KNF zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i

		<p>obowiązki w dwóch płaszczyznach: w zakresie zapewnienia skutecznych rozwiązań w zakresie bezpieczeństwa kanałów elektronicznych oraz w zakresie edukowania klientów w przedmiocie korzystania z tych kanałów. O ile pierwszy z wyżej wymienionych obowiązków należy znać za uzasadniony, o tyle drugi stanowi nadmierne obciążenie firm inwestycyjnych. Wprowadzenie wymogu edukowania klientów w zakresie zasad korzystania z kanałów elektronicznych jest nieproporcjonalne i nadmiarowe biorąc pod uwagę specyfikę funkcjonowania firm inwestycyjnych.</p> <p>Potwierdzeniem powyższego może być fakt, iż zgodnie z Wytycznymi EUNB w sprawie zarządzania ryzykiem związanym z technologiami i bezpieczeństwem ICT z dnia 28 listopada 2019 r. obowiązek zwiększania świadomości klientów w zakresie bezpieczeństwa teleinformatycznego został ograniczony wyłącznie do dostawców usług płatniczych. Poza zakresem tego obowiązku znalazły się inne instytucje finansowe, w szczególności instytucje kredytowe czy firmy inwestycyjne.</p> <p>W konsekwencji postuluje się modyfikację Wytycznej 16 Wytycznych IT Komisji Nadzoru Finansowego w zakresie, w jakim nakłada ona na firmy inwestycyjne przedmiotowy obowiązek.</p>	<p>innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.</p>
43.	Wytyczna 17	<p>Wytyczna 17 nakłada na firmy inwestycyjne obowiązek posiadania sformalizowanych zasad zarządzania tzw. oprogramowaniem użytkownika końcowego (ang. End-User Computing) , skutecznie ograniczających ryzyko związane z eksploatacją tego oprogramowania. Wskazać należy, że powyższy obowiązek ma charakter niezwykle kazuistyczny, regulujący jedno ze szczegółowych zadań mieszczących się w ogólnym procesie zarządzania infrastrukturą informatyczną, który objęty jest Wytyczną 9. Uszczegółowienie tego procesu powinno mieć miejsce wyłącznie w odniesieniu do kwestii o fundamentalnym znaczeniu z punktu widzenia jego bezpieczeństwa. Zarządzanie tzw. oprogramowaniem użytkownika końcowego nie należy do takich kwestii, a zatem jego wyróżnienie nie znajduje uzasadnienia. Tym samym wprowadzenie wymogu posiadania sformalizowanych zasad w zakresie zarządzania oprogramowaniem użytkownika końcowego należy uznać za nadmierne i</p>	<p>Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż jest związany z ustawowym obowiązkiem KNF zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.</p>

		<p>nieproporcjonalne obciążenie firm inwestycyjnych. Osiągnięcie pożądanego poziomu bezpieczeństwa w tym zakresie może być osiągnięte dzięki skutecznej realizacji innych wytycznych, w szczególności Wytycznej 9.</p> <p>Świadczy również o tym fakt, iż Wytyczne EUNB w sprawie zarządzania ryzykiem związanym z technologiami i bezpieczeństwem ICT z dnia 28 listopada 2019 r. nie wyróżniają obowiązku sformalizowania zasad zarządzania tzw. oprogramowaniem użytkownika końcowego.</p> <p>Mając na uwadze powyższe, Wytyczna 17 powinna zostać usunięta z Wytycznych IT Komisji Nadzoru Finansowego.</p>	
<p>Wytyczne dotyczące świadczenia usług maklerskich na rynku OTC instrumentów pochodnych Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 24 maja 2016 r. (dalej: „Wytyczne OTC”)</p>			
<p>44.</p>	<p>Wytyczne OTC</p>	<p>UWAGA OGÓLNA.</p> <p>Wytyczne OTC w swym aktualnym brzmieniu są niedostosowane tak do aktualnych przepisów Ustawy o obrocie, jak i aktywów wykonawczych do tej ustawy. W zakresie podstaw prawnych wskazywanych w poszczególnych wytycznych odwołują się do historycznych jednostek redakcyjnych Ustawy o obrocie, albo historycznych aktów wykonawczych (np. rozporządzenia Ministra Finansów z dn. 24 września 2012 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych oraz rozporządzenia Ministra Finansów z dn. 24 września 2012 r. w sprawie określenia szczegółowych warunków technicznych i organizacyjnych; oba te rozporządzenia zostały uchylone w 2018 r.). Obecna treść Wytycznych OTC jest też niedostosowana do treści obowiązujących aktów delegowanych do MiFID II, w tym zwłaszcza do treści Rozporządzenia 2017/565, jak również rozwiązań wynikających z krajowej interwencji produktowej. Taka sytuacja wiąże się ze znacznymi trudnościami praktycznymi w stosowaniu Wytycznych OTC przez firmy inwestycyjne. Co więcej, zdaniem Izby część wytycznych szczegółowych uległa dezaktualizacji wobec zaadresowania odpowiednich obszarów w treści bezpośrednio stosowanych przepisów prawa Unii Europejskiej (przede wszystkim w Rozporządzeniu 2017/565). Kwestie te zostaną omówione szerzej w dalszych uwagach Izby, odnoszących się do konkretnych wytycznych szczegółowych.</p>	<p>Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż jest związany z ustawowym obowiązkiem KNF zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.</p>

		<p><u>W związku z powyższym w ocenie Izby konieczne jest niezwłoczne dokonanie weryfikacji treści Wytycznych OTC przez KNF oraz ich aktualizacji, zaś w zakresie unormowanym przez akty delegowane usunięcie wytycznych szczegółowych dublujących rozwiązania wynikające z bezpośrednio stosowanych przepisów prawa Unii Europejskiej.</u></p>	
45.	Wytyczna nr 2	<p>Analiza treści wytycznej nr 2 prowadzi do wniosku, że wytyczna ta odnosi się do kwestii kompleksowo unormowanych w treści art. 44 i n. Rozporządzenia 2017/565. Brak dostosowania tej wytycznej do przedmiotowego aktu delegowanego stwarza krajowym firmom inwestycyjnym na rynku OTC trudności w odpowiednim formułowaniu przekazu informacyjno-promocyjno-reklamowego, zmniejszając tym samym ich konkurencyjność względem firm inwestycyjnych z innych państw członkowskich. Wytyczna ta nie uwzględnia również rozwiązań przewidzianych w ust. 1 lit. e Decyzji Nr DAS.456.2.2019 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 1 sierpnia 2019 r. w sprawie ustanowienia ograniczeń w zakresie wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży klientom detalicznym kontraktów na różnicę (CFD).</p> <p>W związku z tym w ocenie Izby konieczne jest zrewidowanie treści tej wytycznej przez KNF oraz usunięcie elementów powielających rozwiązania ujęte w art. 44 i n. Rozporządzenia 2017/565, jak i krajowej interwencji produktowej.</p>	<p>Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż jest związany z ustawowym obowiązkiem KNF zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.</p>
46.	Wytyczna nr 3	<p>Analiza treści wytycznej nr 3 prowadzi do wniosku, że krajowy regulator przewiduje znacznie dalej idące wymogi w zakresie nadzoru firmy inwestycyjnej nad podmiotami trzecimi wykonującymi czynności z art. 79 ust. 2 pkt 1 Ustawy o obrocie, aniżeli wynika ze standardu przyjętego przez ESMA (zob. Questions and Answers Relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID; 31 March 2017 ESMA35-36-794, s. 87-92).</p>	<p>Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż są związane z ustawowym obowiązkiem KNF zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.</p>

		Wobec tego konieczna jest weryfikacja treści przedmiotowej wytycznej w kontekście standardu przyjętego przez ESMA.	
47.	Wytyczna nr 4	W zakresie, w jakim wytyczna dotyczy informacji o instrumentach finansowych, kwestie te zaadresowane są kompleksowo w treści art. 48 Rozporządzenia 2017/565 i wobec tego przedmiotowa wytyczna powinna zostać zrewidowana i zmodyfikowana.	Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż jest związany z ustawowym obowiązkiem KNF zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.
48.	Wytyczna nr 5	Kwestie dotyczące obowiązku szkoleniowego realizowanego przez pracowników przekazujących klientom informacje o usługach maklerskich oraz instrumentach finansowych będących ich przedmiotem zaadresowane są kompleksowo w rozdziale 6 Rozporządzenia WTiO (wdrażającym odpowiednie wytyczne ESMA dot. pracowników autoryzowanych). Z tego powodu przedmiotowa wytyczna powinna zostać usunięta z Wytycznych OTC.	Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż jest związany z ustawowym obowiązkiem KNF zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.
49.	Wytyczna nr 6	Kwestie dotyczące badania odpowiedniości (usługi z art. 83g Ustawy o obrocie) oraz adekwatności (usługi z art. 83h Ustawy o obrocie) zostały zaadresowane we właściwych przepisach Ustawy o obrocie oraz dopełniających je przepisach art. 54-56 Rozporządzenia 2017/565. Dodatkowo szczegółowe rozwiązania dot. badania odpowiedniości wynikają ze stosownych wytycznych ESMA, które zakresowo mogą być stosowane również podczas oceny adekwatności usług (Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements; 28 May 2018 ESMA35-43-869). W tym stanie rzeczy zdaniem Izby konieczne jest uchYLENIE przedmiotowej wytycznej.	Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż jest związany z ustawowym obowiązkiem KNF zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.
50.	Wytyczna nr 7	Znaczna część rozwiązań służących ochronie klienta przewidzianych w wytycznej dubluje istniejące rozwiązania przewidziane w krajowej interwencji produktowej, m. in. rozwiązania przewidziane w ust. 1 i 3 Decyzji Nr DAS.456.2.2019 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 1 sierpnia 2019 r. w sprawie ustanowienia ograniczeń w zakresie	Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż jest związany z ustawowym obowiązkiem KNF zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności

		<p>wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży klientom detalicznym kontraktów na różnicę (CFD), w tym ochrona przez zamknięcie pozycji (stop-out), ochrona przed ujemnym saldem (negative balance protection), czy odpowiedni poziom depozytu zabezpieczającego zależnie od statusu klienta jako klienta detalicznego doświadczonego / niedoświadczonego.</p> <p>W tym zakresie w ocenie Izby, celem zwiększenia przejrzystości dla podmiotów nadzorowanych w zakresie oczekiwanego standardu ochrony, konieczne jest usunięcie tych elementów wytycznej, które dublują szczegółowe przewidziane w krajowej interwencji produktowej.</p>	<p>bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.</p>
51.	Wytyczna nr 8	<p>Obowiązek przedstawiania klientowi informacji o standardowym czasie wykonania zlecenia nabycia lub zbycia instrumentu pochodnego, od momentu jego wpłynięcia do systemu informatycznego firmy inwestycyjnej w standardowych warunkach rynkowych, stanowi obowiązek nadmiarowy, wykraczający ponad standard przewidziany w regulacjach unijnych z obszaru best execution, tj. art. 64 i 66 Rozporządzenia 2017/565, dopełnianych przez właściwe Q&A ESMA (tj. Questions and Answers Relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID; 31 March 2017 ESMA35-36-794, s. 66-82). Takich rozwiązań nie przewidują też nadal obowiązujące Q&A CESR (poprzedniczki ESMA) dot. najlepszego wykonania (zob. Best Execution under MiFID. Questions & Answers. May 2007, CESR/07-320).</p> <p>W związku z powyższym w ocenie Izby konieczne jest uchylene przedmiotowej wytycznej.</p>	<p>Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż jest związany z ustawowym obowiązkiem KNF zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.</p>
52.	Wytyczna nr 9	<p>Obowiązek zamieszczania na stronie internetowej firmy inwestycyjnej informacji dotyczących wyników osiąganych przez klientów na rynku OTC instrumentów pochodnych został kompleksowo zaadresowany w krajowej interwencji produktowej (ust. 7 i 8 Decyzji Nr DAS.456.2.2019 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 1 sierpnia</p>	<p>Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż jest związany z ustawowym obowiązkiem KNF zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i</p>

		<p>2019 r. w sprawie ustanowienia ograniczeń w zakresie wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży klientom detalicznym kontraktów na różnicę (CFD)).</p> <p>Prowadzi to do wniosku, że przedmiotowa wytyczna również powinna zostać uchylona.</p>	<p>innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.</p>
53.	Wytyczna nr 11	<p>Obowiązek przekazywania klientom informacji temat opłat, prowizji i innych kosztów ponoszonych przez klientów lub świadczeń pieniężnych otrzymywanych przez firmę inwestycyjną od klientów lub podmiotów trzecich w związku z umową z klientem i jej wykonywaniem jest obecnie kompleksowo zaadresowany w art. 50 Rozporządzenia 2017/565, a w zakresie tzw. zachęt w § 9 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków, który zresztą w swym ust. 6 również odsyła do zasad przewidzianych w art. 50 Rozporządzenia 2017/565. Dodatkowo kwestie te są rozwijane w treści dedykowanych Q&A ESMA (Questions and Answers Relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID; 31 March 2017 ESMA35-36-794, s.33-34, 74,75).</p> <p>Brak jest zatem uzasadnienia dla dalszego obowiązywania przedmiotowej wytycznej i w związku z tym konieczne jest jej uchylenie.</p>	<p>Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż jest związany z ustawowym obowiązkiem KNF zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.</p>
<p>Stanowiska w sprawie przyjmowania i przekazywania „zachęt” w związku ze świadczeniem usług przyjmowania i przekazywania zleceń (odpowiednio stanowisko z dnia 21 grudnia 2018 r. oraz stanowiska uzupełniające z dnia 17 września i 20 grudnia 2019 r.) (dalej: „Stanowiska dot. zachęt”)</p>			
54.	Stanowiska dot. zachęt	<p>UWAGA OGÓLNA.</p> <p>Izba pozytywnie odnotowuje zrewidowanie przez nadzorcę dotychczasowego podejścia do problemu „zachęt” wyrażonego w stanowisku z dnia 21 grudnia 2018 r., w tym zwłaszcza w zakresie doprecyzowania kategorii kosztów związanych z zapewnieniem dostępu do szerokiego zakresu instrumentów finansowych, dopuszczalności pobierania „marży”, potwierdzenie dopuszczalności określenia wynagrodzenia z tytułu „zachęt” w ujęciu procentowym, od wartości aktywów funduszu, a także, że wynagrodzenie z tytułu pośrednictwa w zbywaniu certyfikatów inwestycyjnych w ramach umowy o oferowanie</p>	<p>Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż jest związany z ustawowym obowiązkiem KNF zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, w szczególności bezpieczeństwa obrotu oraz ochrony inwestorów i innych jego uczestników, a także przestrzegania reguł uczciwego obrotu.</p>

certyfi­katów inwestycyjnych nie jest objęte re­żimem dot. „zachęt”(zob. stanowiska uzupełniające z dnia 17 września 2019 r. i 20 grudnia 2019 r.). Zmiany doprecyzowujące wynikające z przedmiotowych stanowisk uzupełniających przyczyniły się w pewnej mierze do zażegnania dotychczasowego impasu w rozliczeniach między TFI, a dystrybutorami. Równocześnie zliberalizowanie dotychczasowego konserwatywnego podejścia wynikającego z pierwotnego stanowiska z dnia 21 grudnia 2018 r. (tu np. zakaz pobierania „zachęt” w formie marży, czy jako określonego procenta od wartości aktywów [wartości aktywów netto] funduszu, zakres dopuszczalnych typów kosztów związanych z zapewnieniem szerokiego dostępu instrumentów finansowych) pozytywnie wpłynęło na przynajmniej częściowe rozwiązanie dotychczasowych wątpliwości interpretacyjnych w obszarze związanym z praktycznym stosowaniem zasad dot. „zachęt”.

Tym niemniej należy zauważyć, że obecna sytuacja, w której z jednej strony nadal funkcjonuje stanowisko „bazowe” z 21 grudnia 2018 r., a z drugiej stanowiska uzupełniające, a w zasadzie istotnie modyfikujące i korygujące pierwotne stanowisko, jest wysoce niepożądana. Rodzi to nadal wątpliwości, co do relacji stanowisk uzupełniających do stanowiska „bazowego” oraz co do oczekiwanego przez KNF wzorca postępowania w zakresie stosowania ww. zasad.

Z tego powodu w ocenie Izby konieczne jest zrewidowanie przez KNF pierwotnego, „bazowego” stanowiska, względnie sporządzenie jego wersji „ujednoliconej”, z uwzględnieniem zmian wynikających z późniejszych stanowisk uzupełniających. Wpłynie to niewątpliwie pozytywnie na przejrzystość regulacyjną w obszarze „zachęt”.

Niezależnie od powyższego nie należy tracić z pola widzenia faktu, że pierwotne stanowisko z dnia 21 grudnia 2018 r. stanowiło jaskrawy wręcz przykład goldplatingu (względem wzorca wynikającego z art. 24 ust. 7-9 MiFID II oraz właściwych przepisów Dyrektywy 2017/593 transponowanych do polskiego porządku prawnego w art. 83d Ustawy o Obrocie oraz właściwych przepisach Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków). Ograniczyło nie tylko konkurencyjność krajowych dystrybutorów jednostek

uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, a szerzej krajowych firm inwestycyjnych, ale przede wszystkim doprowadziło do bardzo istotnych trudności w odpowiednim skonstruowaniu i dokonywaniu rozliczeń między stronami (z jednej strony, aby zapewnić dochodowość działalności dystrybucyjnej, a z drugiej, aby utrzymać zgodność modelu dystrybucji i rozliczeń z oczekiwanym przez nadzorcę wzorcem postępowania). Stanowisko doprowadziło do impasu w rozliczeniach. Impas ten wynikał m. in. z niemożności uzgodnienia między stronami treści dotychczasowych umów dystrybucyjnych, liczne TFI przyjmowały bowiem konserwatywne podejście nadzorcy, kwestionując dalszą zasadność ponoszenia niektórych kategorii kosztów związanych z dystrybucją. To z kolei z perspektywy dystrybutorów oznaczało utratę rentowności prowadzonej działalności.

Stanowisko „bazowe” wiązało się również z bardzo negatywnymi skutkami dla rynku, faworyzując zwłaszcza dystrybutorów „zależnych” działających w ramach struktur bankowych, kosztem dystrybutorów „niezależnych” działających poza takimi strukturami i oferujących szeroką ofertę funduszy inwestycyjnych. Wbrew intencjom regulatora, przyczyniło się zatem do zmniejszenia konkurencyjności na rynku, co z pewnością miało negatywne przełożenie na sytuację inwestorów, jak i sytuację rynku funduszy w skali „makro”, który w ostatnich latach, niestety, stopniowo się „kurczy”. Taka sytuacja, w tym zwłaszcza faktyczny impas w rozliczeniach na linii dystrybutor-TFI w roku 2019 doprowadziła jedynie do spetryfikowania dotychczasowego stanu „zastoju” na rynku i uniemożliwiła jego rozwój. Rozwój dość zresztą utrudniony przez coraz wyższe koszty regulacyjne prowadzenia działalności przez podmioty nadzorowane, w tym zwłaszcza firmy inwestycyjne. Powyższe stanowi również przykład swoistego „soft law” tworzonego przez regulatora, bez należytego uwzględnienia długofalowego interesu krajowego rynku kapitałowego oraz potencjalnych skutków takich działań nadzorcy dla rynku. Tymczasem uzyskanie niskich kosztów dystrybucji, a więc i tańszego produktu dla inwestora, możliwe będzie jedynie na konkurencyjnym, rozwijającym się rynku (m. in. poprzez osiągnięcie odpowiedniego efektu skali).

Przykłady gold-platingu zgłoszone przez CFA Poland

Lp.	Treść przepisu prawa polskiego będąca przejawem gold-platingu (ze wskazaniem aktu prawnego i jednostki redakcyjnej)	Treść uwagi	Stanowisko Ministerstwa Finansów
Ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi			
1.	<p>art. 18 ust. 3- 6 Ustawy z dnia 27 maja 2014 r o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi:</p> <p>„3. Wysokość wynagrodzenia towarzystwa za zarządzanie funduszem inwestycyjnym otwartym lub specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym jest uzależniona od rodzaju polityki inwestycyjnej funduszu lub subfunduszu oraz ryzyka inwestycyjnego.</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem:</p> <p>Brak podstawy prawnej w aktach prawa unijnego.</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego:</p> <p>Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, która:</p> <p>1) w zakresie swojej regulacji wdraża dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającą dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE</p> <p>2) w zakresie swojej regulacji wdraża dyrektywę delegowaną Komisji (UE) 2017/593 z dnia 7 kwietnia 2016 r. uzupełniającą dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do zabezpieczenia instrumentów finansowych</p>	<p>Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż kwestie związane z zasadami pobierania opłat za zarządzanie funduszami inwestycyjnymi nie są regulowane przez prawo unijne.</p> <ul style="list-style-type: none"> Wprowadzone przepisy precyzujące kwestie z pobieraniem przez TFI opłat za zarządzanie, w tym administracyjne ograniczenie w 2018 r. przez krajowego ustawodawcę opłaty pobieranej przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych za zarządzanie funduszem inwestycyjnym otwartym lub specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym nastąpiło w związku z utrzymującymi się

<p>4. Wysokość wynagrodzenia za zarządzanie funduszem inwestycyjnym otwartym lub specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym powinna być tak ustalona, aby zapewnione były ochrona interesu uczestników funduszy inwestycyjnych oraz konkurencyjność funduszy inwestycyjnych.</p> <p>5. Statut funduszu inwestycyjnego otwartego lub specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego nie może przewidywać obciążania aktywów funduszu kosztami związanymi ze zbywaniem oraz odkupywaniem jednostek uczestnictwa.</p> <p>Minister właściwy do spraw instytucji finansowych, po zasięgnięciu opinii Komisji, określi, w drodze rozporządzenia, maksymalną wysokość wynagrodzenia stałego towarzystwa za zarządzanie funduszem inwestycyjnym otwartym lub specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym, kierując się potrzebą</p>	<p>i środków pieniężnych należących do klientów, zobowiązań w zakresie zarządzania produktami oraz zasad mających zastosowanie do oferowania lub przyjmowania wynagrodzeń, prowizji bądź innych korzyści pieniężnych lub niepieniężnych</p> <p>3) służy stosowaniu rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. służy stosowaniu rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2015/2365 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie przejrzystości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012.</p> <p>4) służy stosowaniu rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniającego dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014.</p> <p>5) służy stosowaniu rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniającego dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku:</p> <p>Brak podstawy prawnej do wprowadzenia tych przepisów w aktach prawa unijnego transponowanych do polskiego porządku prawnego Ustawą, o której mowa w Kolumnie III, dokonującą implementacji MIFID II. Przepisy dodane przez polskiego regulatora, przy okazji implementacji MIFID II</p>	<p>wówczas od dłuższego czasu wysokimi poziomem tych opłat.</p> <p>Mając na uwadze, że wskazane przepisy stanowią reakcje krajowego regulatora na nieprawidłowości zaobserwowane na krajowym rynku funduszy inwestycyjnych MF nie przewiduje w chwili obecnej zmian we wskazanym zakresie.</p>
---	---	--

	zapewnienia konkurencyjności funduszy inwestycyjnych, przy uwzględnieniu sytuacji finansowej towarzystw funduszy inwestycyjnych.”		
2.	<p>Wszystkie przepisy</p> <p>Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie maksymalnej wysokości wynagrodzenia stałego towarzystwa za zarządzanie funduszem inwestycyjnym otwartym lub specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym z dnia 13 grudnia 2018 r. wydanego na podstawie delegacji ustawowej zawartej w art. 18 ust. 6 Ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi.</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem:</p> <p>Brak podstawy prawnej w aktach prawa unijnego.</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego:</p> <p>Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw.</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku:</p> <p>Brak podstawy prawnej do wprowadzenia tych przepisów w aktach prawa unijnego transponowanych do polskiego porządku prawnego Ustawą, o której mowa w Kolumnie III, dokonującą implementacji MIFID II. Rozporządzenie wydane na podstawie delegacji ustawowej z art. 18 ust. 6 Ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, który został dodany przez polskiego regulatora, przy okazji implementacji MIFID II. W MIFID II brak przepisu, który Uzasadniałby konieczność odgórnego określenia przez regulatora maksymalnej wysokości stawek opłaty za zarządzanie. Celem Dyrektywy MIFID II jest zapewnienie większej przejrzystości rynku i pełnego informowania klienta o zakresie i wysokości opłat, które będzie ponosił w związku z inwestycją w fundusze inwestycyjne. O ile sama idea podejmowania działań w celu obniżenia opłat za zarządzanie wydaje się zasadna i korzystna dla</p>	<p>Wskazany problem nie stanowi gold-platingu, gdyż kwestie związane z wysokością opłaty za zarządzanie funduszami inwestycyjnymi nie są regulowane przez prawo unijne.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Administracyjne ograniczenie w 2018 r. przez krajowego ustawodawcę opłaty pobieranej przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych za zarządzanie funduszem inwestycyjnym otwartym lub specjalistycznym funduszem inwestycyjnym otwartym nastąpiło w związku z utrzymującymi się wówczas od dłuższego czasu wysokimi poziomem tych opłat. <p>Mając na uwadze, że wskazane przepisy stanowiły reakcje krajowego regulatora na nieprawidłowości zaobserwowane na krajowym rynku funduszy inwestycyjnych MF nie przewiduje w chwili obecnej zmian we wskazanym zakresie.</p>

		klientów, to odgórne określenia jej wysokości w formie rozporządzenia nie znajduje uzasadnienia w regulacjach MIFID II.	
3.	<p>art. 24 ust. 2b Ustawy z dnia 27 maja 2014 r o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi:</p> <p>„Zmiana statutu funduszu inwestycyjnego otwartego oraz specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego w zakresie dostosowania wynagrodzenia stałego towarzystwa za zarządzanie funduszem do maksymalnej wysokości określonej zgodnie z przepisami wydanymi na podstawie art. 18 ust. 6 nie wymaga uzyskania zezwolenia.</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem: Brak podstawy prawnej w aktach prawa unijnego.</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw.</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku: Brak podstawy prawnej do wprowadzenia tych przepisów w aktach prawa unijnego transponowanych do polskiego porządku prawnego Ustawą, o której mowa w Kolumnie III, dokonującą implementacji MIFID II. Przepisy dodane przez polskiego regulatora, przy okazji implementacji MIFID II.</p>	<p>Wskazany przepis ma charakter techniczny i nie stanowi gold-platingu, co więcej został wprowadzony specjalnie w celu ułatwienia funduszom procesu dostosowania wysokości opłaty za zarządzanie do wprowadzanych przepisów.</p>
4.	<p>art. 32a ust. 7 pkt 2 lit b) Ustawy z dnia 27 maja 2014 r o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi:</p> <p>„7. Podmiot, o którym mowa w art. 32 ust. 2, w związku ze świadczeniem usług w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych lub tytułów</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem: Art. 24 ust. 9 akapit 3 Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE („MIFID II”).</p> <p>„Płatność lub korzyść, która umożliwia lub jest niezbędna do świadczenia usług inwestycyjnych, takich jak koszty przechowywania, opłaty za rozliczanie i wymianę, składki regulacyjne lub opłaty prawne, które z uwagi na ich charakter nie powodują konfliktów z obowiązkami firmy inwestycyjnej w zakresie działania</p>	<p>Wskazany przepis nie stanowi gold-platingu, gdyż oddaje on intencję regulatora unijnego, unikania konfliktu interesów przy dystrybucji produktów inwestycyjnych.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Przedmiotowe przepisy zostały wprowadzone z uwagi na dostrzeżone przez krajowego regulatora nieprawidłowości w zakresie opłaty dystrybucyjnej. W skrajnych przypadkach TFI przekazywały do 80% opłaty za zarządzanie dystrybutorom w formie opłaty za dystrybucję jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych.

	<p>uczestnictwa funduszy zagranicznych oraz funduszy inwestycyjnych otwartych z siedzibą w państwach należących do EEA oraz usług doradztwa inwestycyjnego, nie może przyjmować ani przekazywać jakichkolwiek świadczeń pieniężnych, w tym opłat i prowizji, ani jakichkolwiek świadczeń niepieniężnych z wyłączeniem: 2) świadczeń pieniężnych lub niepieniężnych przyjmowanych lub przekazywanych osobie trzeciej, które są niezbędne do wykonywania świadczonej usługi na rzecz klienta, w szczególności: b) podatków, należności publicznoprawnych oraz innych opłat, których obowiązek zapłaty wynika z przepisów prawa;”</p>	<p>uczciwego, rzetelnego i profesjonalnego zgodnie z najlepiej pojętym interesem swoich klientów, nie podlega wymogów określonym w akapicie pierwszym.”</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego:</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku: Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw.</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku: Przepis art. 32a ust. 7 pkt 2 lit b) Ustawy stanowi nadmiarową regulację w zakresie, w jakim wymaga, aby źródłem obowiązku zapłaty czy koszty był przepis prawa, w sytuacji, gdy przepis prawa unijnego nie wprowadza takiego rozróżnienia.</p>	<p>MF otwarte jest na rewizję podejścia do opłaty dystrybucyjnej pod warunkiem wypracowania przez środowisku rynku funduszy inwestycyjnych wspólnie z UKNF kompromisowych rozwiązań.</p>
5.	<p>art. 32a ust. 7 pkt 3 lit c) Ustawy z dnia 27 maja 2014 r o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi: „3) świadczeń pieniężnych i świadczeń</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem:</p> <p>art. 24 ust. 9 akapit 1 i 2 Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE („MIFID II”)</p>	<p>Jak wyżej. Wskazany przepis nie stanowi gold-platingu, gdyż oddaje on intencję regulatora unijnego, unikania konfliktu interesów przy dystrybucji produktów inwestycyjnych.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Przedmiotowe przepisy zostały wprowadzone z uwagi na dostrzeżone przez krajowego regulatora nieprawidłowości w zakresie opłaty dystrybucyjnej. W skrajnych przypadkach TFI

	<p>niepieniężnych innych niż określone w pkt 1 i 2, jeżeli:</p> <p>a) są one przyjmowane albo przekazywane w celu poprawienia jakości usługi świadczonej przez podmiot, o którym mowa w art. 32 ust. 2 na rzecz klienta, ich przyjęcie lub przekazanie nie ma negatywnego wpływu na działanie przez podmiot, o którym mowa w art. 32 ust. 2, w sposób rzetelny i profesjonalny, zgodnie z zasadami uczciwego obrotu oraz zgodnie z najlepiej pojętymi interesami klienta tego podmiotu,</p> <p>c) informacja o świadczeniach, w tym o ich istocie i wysokości, a w przypadku, gdy wysokość takich świadczeń nie może zostać oszacowana - o sposobie ustalania ich wysokości, została przekazana klientowi lub potencjalnemu klientowi w sposób rzetelny, dokładny i zrozumiały przed rozpoczęciem świadczenia usługi, przy czym warunek ten uznaje się za spełniony również w przypadku przekazania klientowi lub potencjalnemu</p>	<p>„Państwa członkowskie zapewniają, aby firmy inwestycyjne były uważane za niewypełniające swoich obowiązków wynikających z art. 23 lub ust. 1 niniejszego artykułu w przypadku gdy wypłacają lub przyjmują jakiegokolwiek opłaty bądź prowizje lub zapewniają bądź czerpią jakiegokolwiek korzyści niepieniężne związane ze świadczeniem usługi inwestycyjnej lub usługi dodatkowej jakiegokolwiek stronie lub przez jakąkolwiek stronę, z wyjątkiem klienta lub osoby działającej w imieniu klienta, inne niż płatności lub korzyści:</p> <p>a) mające na celu poprawę jakości odpowiedniej usługi świadczonej klientowi; oraz</p> <p>b) niemające negatywnego wpływu na przestrzeganie przez firmę inwestycyjną jej obowiązku uczciwego, sprawiedliwego i profesjonalnego działania zgodnie z najlepiej pojętym interesem klienta.</p> <p>Istnienie, charakter i wysokość płatności lub korzyści, o których mowa w akapicie pierwszym, lub – w przypadku, gdy wysokość nie może zostać oszacowana – metoda obliczania tej wysokości muszą być wyraźnie ujawnione klientowi w kompleksowy, dokładny i zrozumiały sposób przed świadczeniem danej usługi inwestycyjnej lub dodatkowej. W stosownych przypadkach firma inwestycyjna informuje również klienta o mechanizmach przekazywania klientowi opłat, prowizji, korzyści pieniężnych lub niepieniężnych otrzymanych w związku ze świadczeniem usługi inwestycyjnej lub dodatkowej.”</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego:</p> <p>Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw.</p>	<p>przekazywały do 80% opłaty za zarządzanie dystrybutorom w formie opłaty za dystrybucję jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych.</p> <p>MF otwarte jest na rewizję podejścia do opłaty dystrybucyjnej pod warunkiem wypracowania przez środowisku rynku funduszy inwestycyjnych wspólnie z UKNF kompromisowych rozwiązań.</p>
--	---	--	--

	<p>lientowi informacji sporządzonej w formie ujednoliconej.”</p>	<p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku:</p> <p>Przepis art. 32 ust. 7 pkt 3 lit c) czyni z wykonania obowiązku informacyjnego, o którym mowa w art. 24 ust. 9 akapit 2 MIFID II warunek konieczny przekazania lub otrzymania świadczeń innych niż określone w pkt 1 i 2 art. 24 ust. 9 akapit 1 MIFID II i pkt 1 i 2 art. 32a ust. 7 Ustawy, w sytuacji, gdy MIFID II nie czyni z wykonania tego obowiązku informacyjnego warunku dopuszczającego przyjęcie lub przekazanie świadczenia nakazując jedynie jego wykonanie względem klienta.</p>	
6.	<p>art. 32b ust. 1 Ustawy z dnia 27 maja 2014 r o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi:</p> <p>„1. Podmioty, o których mowa w art. 32 ust. 1 pkt 2 i 3 oraz ust. 2, mają obowiązek udostępniać klientowi, przed przyjęciem zlecenia nabycia jednostek uczestnictwa funduszu inwestycyjnego otwartego lub specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego, lub tytułów uczestnictwa funduszu zagranicznego, lub funduszu inwestycyjnego otwartego z siedzibą w państwie należącym do EEA lub przed rozpoczęciem świadczenia usług doradztwa</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem:</p> <p>Brak podstawy prawnej w aktach prawa unijnego.</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw.</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku:</p> <p>Brak podstawy prawnej do wprowadzenia tych przepisów w aktach prawa unijnego transponowanych do polskiego porządku prawnego Ustawą, o której mowa powyżej, dokonującą implementacji MIFID II. Przepisy dodane przez polskiego regulatora, przy okazji implementacji MIFID II.</p>	<p>Jak wyżej. Wskazany przepis nie stanowi gold-platingu, gdyż oddaje on intencję regulatora unijnego, unikania konfliktu interesów przy dystrybucji produktów inwestycyjnych.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Przedmiotowe przepisy zostały wprowadzone z uwagi na dostrzeżone przez krajowego regulatora nieprawidłowości w zakresie opłaty dystrybucyjnej. W skrajnych przypadkach TFI przekazywały do 80% opłaty za zarządzanie dystrybutorom w formie opłaty za dystrybucję jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. <p>MF otwarte jest na rewizję podejścia do opłaty dystrybucyjnej pod warunkiem wypracowania przez środowisku rynku funduszy inwestycyjnych wspólnie z UKNF kompromisowych rozwiązań.</p>

	<p>inwestycyjnego, listę funduszy inwestycyjnych, z którymi zawarły umowę, której przedmiotem jest przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia jednostek uczestnictwa lub tytułów uczestnictwa, lub umowę, której przedmiotem jest pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa lub tytułów uczestnictwa.”</p>		
7.	<p>art. 32b ust. 2 Ustawy z dnia 27 maja 2014 r o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi: „2. Podmioty, o których mowa w art. 32 ust. 1 pkt 2 i 3 oraz ust. 2, mają obowiązek dostarczać towarzystwu, w trybie i terminie uzgodnionych z towarzystwem, informacje oraz dokumenty wskazujące czynności mające na celu poprawę jakości usługi świadczonej na rzecz uczestnika lub potencjalnego uczestnika, o których mowa odpowiednio w: 1) art. 83d ust. 1 pkt 3 lit. a ustawy o obrocie</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem: Art. 11 ust. 4 Dyrektywy delegowanej Komisji Europejskiej (UE) 2017/593: „4. Firmy inwestycyjne posiadają dowód na to, że celem wszelkich wynagrodzeń, prowizji lub korzyści niepieniężnych wypłaconych lub otrzymanych przez firmę jest podniesienie jakości odpowiedniej usługi świadczonej na rzecz klienta: poprzez prowadzenie wewnętrznego wykazu wszystkich wynagrodzeń, prowizji i korzyści niepieniężnych otrzymanych przez firmę inwestycyjną od osoby trzeciej w związku ze świadczeniem usług inwestycyjnych lub dodatkowych; oraz poprzez rejestrowanie sposobu, w jaki wynagrodzenia, prowizje i korzyści niepieniężne wypłacane lub otrzymywane przez firmę inwestycyjną, lub które firma zamierza wykorzystać, podnoszą jakość usług świadczonych na rzecz odpowiednich klientów, oraz działań podjętych w celu uniknięcia negatywnego wpływu na wypełnianie przez firmę obowiązku uczciwego, sprawiedliwego i profesjonalnego postępowania w najlepiej pojętym interesie klienta.”</p>	<p>Przedstawiony problem nie stanowi gold-platingu, gdyż dotyczy rozwiązań stricte krajowych, wynikających z zaobserwowanych nieprawidłowości na rynku funduszy inwestycyjnych. Niezależnie od powyższego odpowiednie zmiany w przedmiotowym zakresie rozważane są w ramach projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku.</p>

	<p>instrumentami finansowymi - w przypadku podmiotów, o których mowa w <u>art. 32 ust. 1 pkt 2 i 3,</u></p> <p>2) <u>art. 32a ust. 7 pkt 3</u> - w przypadku podmiotów, o których mowa w art. 32 ust. 2 - wykonanych przez te podmioty na rzecz uczestników lub potencjalnych uczestników funduszu, którego jednostki uczestnictwa są zbywane za ich pośrednictwem, wraz ze wskazaniem wysokości kosztów poniesionych w związku z ich wykonaniem za dany okres.”</p>	<p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw.</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku: Przepis art. 32b ust. 2 Ustawy stanowi nadmiarową regulację w zakresie, w jakim:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Wymaga przekazania TFI informacji i dokumentów wskazujące czynności mające na celu poprawę jakości usługi świadczonej na rzecz uczestnika lub potencjalnego uczestnika w zakresie szerszym niż WYKAZ, o którym mowa w art. 11 ust. 4 lit a) Dyrektywy delegowanej Komisji Europejskiej (UE) 2017/593; 2. Zakłada, że płatność za czynności mające na celu poprawę jakości usług ma nastąpić po ich wykonaniu i na podstawie kosztów już na nie poniesionych, w sytuacji, gdy art. 11 ust. 4 lit b) Dyrektywy mówi także o środkach, które „które firma zamierza wykorzystać” 	
8.	<p>art. 32b ust. 3 Ustawy z dnia 27 maja 2014r o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi: „3. Towarzystwo może dokonać na rzecz podmiotu, o którym mowa w art. 32 ust. 1 pkt 2, 3 lub ust. 2, płatności w zakresie, w jakim stanowią one wynagrodzenie z tytułu wykonywanych przez te podmioty czynności, o których mowa w ust. 2, jeżeli zasadność ich dokonania</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem: Brak podstawy prawnej w aktach prawa unijnego.</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw.</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku: Brak podstawy prawnej do wprowadzenia tych przepisów w aktach prawa unijnego transponowanych do polskiego porządku prawnego Ustawą, o której mowa w Kolumnie III, dokonującą implementacji MIFID II. Przepisy dodane przez</p>	<p>Przedstawiony problem nie stanowi gold-platingu, gdyż dotyczy rozwiązań stricte krajowych, wynikających z zaobserwowanych nieprawidłowości na rynku funduszy inwestycyjnych. Niezależnie od powyższego odpowiednie zmiany w przedmiotowym zakresie rozważane są w ramach projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku.</p>

	<p>została przez towarzystwo zweryfikowana oraz potwierdzona na podstawie informacji i dokumentów przekazanych towarzystwu zgodnie z ust. 2.”</p>	<p>polskiego regulatora, przy okazji implementacji MIFID II. MIFID II nie nakłada na TFI obowiązku weryfikacji, a także nie uzależnia możliwości dokonania zapłaty na rzecz dystrybutora od uprzedniej weryfikacji dowodów przez TFI. Zgodnie z art. 11 ust. 4 Dyrektywy Delegowanej Komisji (UE) 2017/593 z dnia 7 kwietnia 2016 r. uzupełniającej dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do zabezpieczenia instrumentów finansowych i środków pieniężnych należących do klientów, zobowiązań w zakresie zarządzania produktami oraz zasad mających zastosowanie do oferowania lub przyjmowania wynagrodzeń, prowizji bądź innych korzyści pieniężnych lub niepieniężnych- zapłata ma nastąpić w celu podniesienia jakości usług świadczonych na rzecz klienta, zaś firmy inwestycyjne mają obowiązek posiadania dowodów na dokonywanie zapłaty w takim celu; rodzaje dowodów na wykazanie tego celu określa art.11 ust. 4 lit a) i b) ww. Dyrektywy;</p>	
<p>9.</p>	<p>art. 32b ust. 4 Ustawy z dnia 27 maja 2014 r o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi: „4. Zarząd towarzystwa przedstawia radzie nadzorczej, co najmniej raz w roku, sprawozdanie z wykonania obowiązków, o których mowa w ust. 3.”</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem: Brak podstawy prawnej w aktach prawa unijnego.</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw.</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku: Brak podstawy prawnej do wprowadzenia tych przepisów w aktach prawa unijnego transponowanych do polskiego porządku prawnego Ustawą, o której mowa w Kolumnie III, dokonującą implementacji MIFID II. Przepisy dodane przez polskiego regulatora, przy okazji implementacji MIFID II.</p>	<p>Przedstawiony problem nie stanowi gold-platingu, gdyż dotyczy rozwiązań stricte krajowych, wynikających z zaobserwowanych nieprawidłowości na rynku funduszy inwestycyjnych. Ewentualne zmiany w przedmiotowym zakresie uzależnione będą od rozwiązań przyjętych w zakresie modelu kosztów dystrybucji oraz zmian w zasadach pobierania opłat za poprawę jakości świadczonych usług.</p>

10.	<p>art. 83a ust. 1-4 Ustawy z dnia 27 maja 2014 r o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi:</p> <p>„1. Statut funduszu inwestycyjnego otwartego powinien określać kategorie jednostek uczestnictwa:</p> <p>1) zbywanych przez fundusz bezpośrednio;</p> <p>2) zbywanych przez fundusz za pośrednictwem podmiotów, o których mowa w art. 32 ust. 1 i 2.</p> <p>Statut funduszu inwestycyjnego otwartego określa maksymalną wysokość wynagrodzenia stałego towarzystwa za zarządzanie funduszem przypadającego na jednostki uczestnictwa kategorii, o których mowa w ust. 1.</p> <p>Kwoty przekazywane na rzecz podmiotów pośredniczących w zbywaniu lub odkupywaniu jednostek uczestnictwa, o których mowa w art. 32 ust. 1 i 2, w związku z wykonywanymi przez te podmioty czynnościami mającymi na celu</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem:</p> <p>Brak podstawy prawnej w aktach prawa unijnego.</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw.</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku: Brak podstawy prawnej do wprowadzenia tych przepisów w aktach prawa unijnego transponowanych do polskiego porządku prawnego Ustawą, o której mowa w Kolumnie III, dokonującą implementacji</p>	<p>Przedstawiony problem nie stanowi gold-platingu, gdyż dotyczy rozwiązań stricte krajowych, wynikających z zaobserwowanych nieprawidłowości na rynku funduszy inwestycyjnych.</p> <p>Niezależnie od powyższego zauważenia wymaga, że wskazana kwestia była przedmiotem dyskusji w ramach projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, niemniej nie została ona uzgodniona.</p>
-----	---	--	--

	<p>poprawienie jakości usługi świadczonej na rzecz uczestnika lub potencjalnego uczestnika funduszu inwestycyjnego otwartego mogą być uwzględniane wyłącznie przy ustalaniu wynagrodzenia stałego towarzystwa za zarządzanie funduszem obciążającego aktywa funduszu przypadające na jednostki uczestnictwa kategorii, o której mowa w ust. 1 pkt 2.</p> <p>4. Do kategorii jednostek uczestnictwa, o których mowa w ust. 1, przepisy <u>art. 158</u> stosuje się odpowiednio.”</p>		
Inne ustawy			
11.	<p>§ 24 ust. 1 i 4 Rozporządzenia Ministra Finansów, inwestycji i rozwoju z dnia 3 października 2019 r. w sprawie postępowania podmiotów prowadzących działalność w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa oraz tytułów uczestnictwa, a także doradztwa inwestycyjnego w odniesieniu do takich instrumentów: „Podmiot nagrywa rozmowy</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem:</p> <p>art. 16 ust. 6 i 7 (akapit 1-3) Dyrektywy Parlamentu europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (MIFID II): „6. Firma inwestycyjna zapewnia, aby rejestracją objęte było prowadzenie wszystkich usług, działalności i transakcji zawieranych przez tę firmę umożliwiające właściwemu organowi wypełnianie zadań w zakresie nadzoru i działań w zakresie egzekwowania prawa na podstawie niniejszej dyrektywy, rozporządzenia (UE) nr 600/2014, dyrektywy 2014/57/UE i rozporządzenia (UE) nr 596/2014, a w szczególności gwarantujące, że firma inwestycyjna wypełniła wszystkie obowiązki,</p>	<p>Nie stanowi gold-platingu</p> <ul style="list-style-type: none"> • Rozszerzenie obowiązku nagrywania rozmów z klientami na wszystkie usługi maklerskie stanowiło odpowiedź regulatora na postulaty inwestorów, którzy wskazywali na problemy z gromadzeniem dowodów potwierdzających nieprawidłowości w trakcie oferowania oraz świadczenia danych usług • Wprowadzenie obowiązku nagrywania rozmów w przypadku świadczenia usługi zarządzania portfelem i usługi doradztwa inwestycyjnego jest jednym z punktów SRRK, zadanie nr 46 z załącznika strategii

	<p>telefoniczne prowadzone z klientem w związku ze świadczonymi usługami oraz sporządza protokoły, notatki lub nagrania rozmów przeprowadzonych w bezpośredniej obecności klienta lub potencjalnego klienta w związku z tymi usługami. (...)</p> <p>4. Obowiązek, o którym mowa w ust. 1, obejmuje również nagrywanie rozmów telefonicznych i zapisywanie korespondencji elektronicznej, związanych z czynnościami, które mogłyby skutkować świadczeniem przez podmiot usługi, nawet jeżeli w wyniku prowadzenia tych rozmów lub korespondencji nie dochodziłoby do świadczenia usługi. Obowiązek nagrywania rozmów telefonicznych i zapisywania korespondencji elektronicznej obejmuje urządzenia podmiotu oraz pod warunkiem zatwierdzenia do używania przez podmiot prywatnych urządzeń osób zatrudnionych w podmiocie – także takie prywatne urządzenia.”</p>	<p>w tym obowiązki w odniesieniu do klientów lub potencjalnych klientów, oraz w odniesieniu do integralności rynku.</p> <p>7. Rejestracją objęte są nagrania rozmów telefonicznych lub kopie korespondencji elektronicznej dotyczących przynajmniej transakcji przeprowadzonych w ramach zawierania transakcji na własny rachunek oraz świadczenia usług wynikających ze zleceń klientów, związanych z przyjmowaniem, przekazywaniem oraz wykonywaniem zleceń klientów. Takie rozmowy telefoniczne i korespondencja elektroniczna obejmują również rozmowy telefoniczne i korespondencję elektroniczną, w wyniku których ma dojść do zawarcia transakcji na własny rachunek lub do świadczenia usług wynikających ze zleceń klientów, związanych z przyjmowaniem, przekazywaniem oraz wykonywaniem zleceń klientów, nawet jeżeli te rozmowy lub korespondencja nie skutkują zawarciem takich transakcji lub doświadczeniem usług wynikających ze zleceń klientów. W tym celu firma inwestycyjna podejmuje wszelkie rozsądne działania, aby rejestrować stosowne rozmowy i korespondencję, które prowadzono, wysyłano lub otrzymywano za pośrednictwem sprzętu zapewnionego pracownikowi lub kontrahentowi przez firmę inwestycyjną lub sprzętu, którego użycie przez pracownika lub kontrahenta zostało przez firmę inwestycyjną zaakceptowane lub dopuszczone.”</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Nie dotyczy</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku:</p> <p>Polski ustawodawca rozszerzył obowiązek rejestracji rozmów telefonicznych i korespondencji elektronicznej z klientami na wszystkie usługi świadczone przez podmioty podlegające wymogom Rozporządzenia, o którym mowa w Kolumnie I (w tym usługę doradztwa inwestycyjnego, którą mogą świadczyć takie podmioty), w sytuacji, gdy MIFID II pozwalała na ograniczenie tego obowiązku wyłącznie do</p>	<p>MF nie planuje wprowadzania zmian prawnych w przedmiotowym zakresie.</p>
--	---	--	---

		<p>usługi wykonania zleceń na rachunek własny, przyjmowania i przekazywania zleceń oraz wykonywania zleceń klientów.</p> <p>Zważywszy, że przepis obejmuje również obowiązek rejestracji rozmów, które mogłyby skutkować świadczeniem usługi – w praktyce nakłada to na podmioty objęte regulacją obowiązek rejestracji wszystkich rozmów telefonicznych z klientami. A mogło być to ograniczone tylko do 3 usług wskazanych w MIFID II.</p>	
12.	<p>art. 4 ust. 1 w zw. z art. 4 ust. 6 Ustawy z dnia 11 kwietnia 2003r o kształtowaniu ustroju rolnego:</p> <p>„1. Jeżeli nabycie nieruchomości rolnej następuje w wyniku:</p> <p>1) zawarcia umowy innej niż umowa sprzedaży lub</p> <p>2) jednostronnej czynności prawnej, lub</p> <p>3) orzeczenia sądu, organu administracji publicznej albo orzeczenia sądu lub organu egzekucyjnego wydanego na podstawie przepisów o postępowaniu egzekucyjnym, lub</p> <p>4) innej czynności prawnej lub innego zdarzenia prawnego, w szczególności:</p> <p>a) zasiedzenia nieruchomości rolnej, dziedziczenia oraz zapisu windykacyjnego, którego przedmiotem jest</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem: Brak podstawy prawnej w aktach prawa unijnego.</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Brak aktu implementującego</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku: Zgodnie z art. 4 ust. 1 w zw. z art. 4 ust. 6 Ustawy z dnia 11 kwietnia 2003r o kształtowaniu ustroju rolnego, jeżeli spółka prawa handlowego, będąca właścicielem lub użytkownikiem wieczystym nieruchomości rolnej o powierzchni co najmniej 5 ha, zamierza wyemitować akcje KOWR przysługuje uprawnienie do nabycia Akcji Oferowanych za cenę równą cenie emisyjnej.</p> <p>Oznacza to, że emitent po przeprowadzeniu Oferty Publicznej, zebraniu zainteresowania inwestorów instytucjonalnych (bookbuilding) oraz zebraniu zapisów na akcje przez inwestorów indywidualnych, a także przyjęciu wpłat od inwestorów musi wystąpić do KOWR o decyzję dot. skorzystania z prawa pierwokupu akcji. W tej sytuacji nie istnieje możliwość wprowadzenia do obrotu PDA, ponieważ ich zbywalność byłaby ograniczona. Zgodnie z przepisami Ustawy o Kształtowaniu Ustroju Rolnego spółka zawiadomi KOWR o możliwości realizacji uprawnienia do nabycia Akcji Oferowanych bezpośrednio po zarejestrowaniu</p>	<p>Wskazane przepisy nie stanowią gold-platingu, natomiast stanowią wyraz polityki państwa w zakresie obrotu nieruchomościami rolnymi. Przedstawione kwestie wykraczają poza zakres właściwości MF.</p>

<p>nieruchomość rolna lub gospodarstwo rolne, b) podziału, przekształcenia bądź łączenia spółek prawa handlowego - Krajowy Ośrodek działający na rzecz Skarbu Państwa może złożyć oświadczenie o nabyciu tej nieruchomości za zapłatą ceny tej nieruchomości. (...) 6. Przepisy ust. 1-3, ust. 4 pkt 2 lit. b-g, <u>art. 3 ust. 10 i 11 oraz art. 3a ust. 3-6</u> stosuje się odpowiednio do nabycia udziałów i akcji w spółce prawa handlowego, która jest właścicielem lub użytkownikiem wieczystym nieruchomości rolnej o powierzchni co najmniej 5 ha, albo nieruchomości rolnych o łącznej powierzchni co najmniej 5 ha, z wyłączeniem przypadku, gdy nabywcą udziałów i akcji jest Skarb Państwa. W przypadku nabycia udziałów lub akcji takiej spółki w wyniku podwyższenia kapitału zakładowego, zawiadomienia, o którym mowa w ust. 5, dokonuje spółka po wpisaniu.</p>	<p>przez sąd rejestrowy podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji Akcji Oferowanych. Taka sytuacja prowadzi do faktycznego zamrożenia środków inwestorów na okres kilku tygodni do momentu zarejestrowania przez sąd podwyższenia kapitału powiększonego o 2 miesiące wynikające z uprawnienia KOWR. KOWR może wykonać uprawnienie do nabycia Akcji Oferowanych w terminie <u>dwóch miesięcy</u> od dnia otrzymania zawiadomienia od spółki. W przypadku braku zawiadomienia KOWR przez spółkę istnieje ryzyko unieważnienia emisji Akcji Oferowanych.</p> <p>W przypadku, gdy KOWR, na skutek zawiadomienia, wykona przysługujące mu prawo nabycia wszystkich lub tylko niektórych Akcji Oferowanych zgodnie z art. 4 ust. 1 w zw. z art. 4 ust. 6 Ustawy o Kształtowaniu Ustroju Rolnego inwestorzy, którzy będą właścicielami Akcji Oferowanych, w stosunku do których KOWR złożył Spółce oświadczenie o ich nabyciu otrzymają od KOWR, w zamian za przeniesienie takich Akcji Oferowanych na KOWR, kwotę równą iloczynowi ceny emisyjnej oraz liczby posiadanych Akcji Oferowanych, w stosunku do których KOWR wykonał prawo nabycia. Kwota taka może być niższa niż łączne wydatki inwestora na objęcie Akcji Oferowanych w związku z tym, że wydatki takie mogą obejmować oprócz ceny emisyjnej także cenę nabycia Jednostkowych Praw Poboru, co dotyczy np. inwestorów, którzy nie byli akcjonariuszami Spółki w Dniu Prawa Poboru i zakupili Jednostkowe Prawa Poboru na rynku wtórnym. Ponadto Ustawa o Kształtowaniu Ustroju Rolnego nie określa w jaki sposób należy zidentyfikować akcje lub akcjonariuszy, w stosunku od których KOWR zamierza częściowo wykonać prawo do nabycia akcji. W konsekwencji nie można wykluczyć skutecznego zakwestionowania w przyszłości przyjętego sposobu określenia, które z Akcji Oferowanych stały się przedmiotem nabycia przez KOWR. Wśród dużych spółek notowanych na GPW oraz spółek, które zamierzają się ubiegać o dopuszczenie i wprowadzenie do obrotu bardzo trudno jest znaleźć takie, które nie są właścicielem lub Użytkownikiem wieczystym nieruchomości rolnej o powierzchni co najmniej 5 ha. Zarządzenie takim ryzykiem przed Ofertą Publiczną</p>	
--	--	--

		<p>może być o tyle trudne, że spółka może nie mieć faktycznej możliwości sprzedaży gruntów rolnych lub proces taki trwałby zbyt długo. Należy dodać, że w przypadku sprzedaży gruntów rolnych, KOWR również przysługuje uprawnienie do pierwokupu. W konsekwencji spółki notowane na GPW oraz te rozważające przeprowadzenie Oferty Publicznej zakładającej podwyższenie kapitału mają ograniczoną możliwość jego pozyskania. Przeprowadzenie takiej transakcji czyni ją nierynkową i trudną do zaakceptowania szczególnie przez inwestorów instytucjonalnych z zagranicy, którzy utraciliby możliwość obrotu papierami wartościowymi (PDA) przez ok. 3 miesiące (okres rejestracji w sądzie rejestrowym powiększony o maksymalny okres oczekiwania na decyzję KOWR). Dodatkowo, brak jest wytycznych dot. interpretacji zapisów ustawy i procedury jaką należy przyjąć realizując tego typu projekt. W ostatnim czasie jedna ze spółek zdecydowała się nawet na wstrzymanie procedury zatwierdzenia prospektu przez KNF w oczekiwaniu na zmianę przepisów patrz. Grupa Azoty Zakłady Chemiczne Police Raport Bieżący nr 32/2019. Ostatecznie zdecydowano się na przeprowadzenie Oferty Publicznej, jednak kwota uzyskana z emisji była znacznie niższa od tej jaką zamierzano uzyskać obowiązek wprowadzania regulacji tej treści nie wynika z prawa unijnego.</p>	
13.	<p>art. 8 ust. 1-4 Ustawy z dnia 15 stycznia 2015r o obligacjach: „1. Obligacje nie mogą mieć formy dokumentu. 2. Obligacje podlegają zarejestrowaniu w depozycie papierów wartościowych prowadzonym zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2020r. <u>poz. 89, 284</u>,</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem: Brak podstawy prawnej w aktach prawa unijnego.</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Brak aktu implementującego, Zmiana wprowadzona: <i>Art. 14 Ustawy z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku.</i></p>	<p>Wskazane przepisy nie stanowią gold-platingu.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fakt, że dane zagadnienie nie jest regulowane prawem europejskim nie powinien stanowić podstawy do twierdzenia, że jest to gold-plating • Wprowadzone rozwiązanie stanowiło odpowiedź ustawodawcy na uwidoczniony brak transparentności rynku obligacji korporacyjnych oraz problemy z dostępem inwestorów nt. obsługi ich emisji • Wprowadzone rozwiązanie wpisuje się w rozwiązania wprowadzane w innych systemach

	<p>288 i 568), zwanej dalej „ustawą o obrocie instrumentami finansowymi.”</p> <p>3. Do powstawania oraz przenoszenia praw z obligacji stosuje się przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.</p> <p>Po ustaleniu uprawnionych do świadczeń z tytułu wykupu obligacji prawa z tej obligacji nie mogą być przenoszone.”</p>	<p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku:</p> <p>Brak takiego wymogu w przepisach unijnych co do obligacji (wymogi unijne dotyczą tylko akcji).</p> <p>Konieczność dematerializacji wszystkich emisji obligacji, nawet tym w ramach transakcji bilateralnych, będzie prowadzić do ograniczenia możliwości wykorzystania obligacji jako instrumentu finansowania przedsiębiorstw, szczególnie w kontekście małych i średnich firm (MŚP). Będzie to także skutkowało wydłużeniem czasu procesu pozyskiwania kapitału z tego źródła oraz podwyższeniem kosztów samej emisji. Zmiany w tym obszarze powinny odnosić się do emisji z wyłączeniem emisji bilateralnych, tj. realizowanych pomiędzy emitentem i obejmowanych przez jednego inwestora.</p>	<p>prawnych zmierzające do dematerializacji instrumentów finansowych</p> <ul style="list-style-type: none"> • Jak dotychczas do MF nie napływały sygnały o istotnym ograniczeniu możliwości wykorzystania obligacji jako instrumentu finansowania przedsiębiorstw oraz wydłużeniu czasu procesu pozyskiwania kapitału z tego źródła <p>MF nie planuje obecnie wprowadzania zmian w zakresie dematerializacji obligacji korporacyjnych.</p>
<p>14.</p>	<p>art. 37b ust. 1 Ustawy z dnia 29 lipca 2005r o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych:</p> <p>„1. Udostępnienia do publicznej wiadomości prospektu, pod warunkiem udostępnienia memorandum informacyjnego, nie wymaga oferta publiczna papierów wartościowych, w wyniku której zakładane wpływy brutto emitenta lub oferującego na terytorium Unii Europejskiej, liczone według</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem:</p> <p>art. 3 ust. 2 lit. b) Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE z dnia 14 czerwca 2017 r.</p> <p>„2. Bez uszczerbku dla art. 4 państwo członkowskie może zdecydować o wyłączeniu ofert publicznych papierów wartościowych z określonego w ust. 1 obowiązku publikacji prospektu, pod warunkiem, że:</p> <p>a) oferty takie nie są objęte procedurą powiadomienia zgodnie z art. 25; oraz</p> <p>b) łączna wartość każdej takiej oferty w Unii jest niższa od kwoty pieniężnej obliczonej w okresie 12 miesięcy, która nie przekracza 8 000 000 EUR.”</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego:</p>	<p>Wskazany przepis nie stanowi gold-platingu, mieści się on w przewidzianej rozporządzeniem opcji narodowej.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Art. 3 ust. 2 lit. b) Rozporządzenia 2017/1129 umożliwia państwom członkowskim ustanowienie progu wartości ofert publicznych, dla których nie jest wymagane sporządzenie prospektu, na poziomie od 1 do 8 mln euro. Należy zauważyć, że z dniem 21 kwietnia 2018 r., na mocy ustawy z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 685), w oparciu o ówczesnie przeprowadzoną analizę rynku oraz możliwości prawne wynikające z obowiązującej w tamtym czasie dyrektywy 2003/71/WE, tj. z jej art. 3 ust. 2 lit. e i art. 1 ust. 2 lit. h, dokonano podwyższenia progów wyjątków wartościowych, ustalając, że w

	<p>ich ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży z dnia jej ustalenia, stanowią nie mniej niż 1 000 000 euro i mniej niż 2 500 000 euro, i wraz z wpływami, które emitent lub oferujący zamierzał uzyskać z tytułu takich ofert publicznych takich papierów wartościowych, dokonanych w okresie poprzednich 12 miesięcy, nie będą mniejsze niż 1 000 000 euro i będą mniejsze niż 2 500 000 euro.”</p>	<p>Ustawa o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw z dnia 16 października 2019r.</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku:</p> <p>Ograniczenie wartości ofert publicznych realizowanych w oparciu o memorandum informacyjne nie zatwierdzone przez KNF do wartości 2,5 mln Euro w skali ostatnich 12 miesięcy. Przepisy unijne dopuszczają w tym zakresie 8 mln Euro.</p>	<p>przedziale od nie mniej niż 1mln euro do mniej niż 2.5 mln euro wymagane będzie sporządzenie memorandum informacyjnego, zaś wymóg sporządzenia prospektu będzie obowiązywał przy kwocie 2.5 mln euro i więcej.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Pozostawienie ofert publicznych o wartości z przedziału 1 mln – 2.5 mln euro bez obowiązku sporządzenia memorandum finansowego, pozbawiałoby przede wszystkim inwestorów detalicznych istotnych informacji o emitencie oraz oferowanych przez niego papierach wartościowych, pozwalających na podjęcie świadomych decyzji inwestycyjnych, a to w istotny sposób zmniejszałoby poziom ochrony interesów inwestorów. Proponowane rozwiązanie nie może bowiem być oceniane wyłącznie pod kątem dodatkowego obciążenia dla emitentów, ponieważ likwiduje ono asymetrię informacji pomiędzy emitentem a inwestorem. <p>Niezależnie od powyższego MF zauważa, że procedowany obecnie projektu ustawy o finansowaniu społecznościami dla przedsięwzięć gospodarczych (UC76) przewiduje podwyższenie od 10 listopada 2023 r. prognozy oferty bez prospektowej z 2,5 mln euro do 5 mln euro.</p>
15.	<p>art. 3 ust. 1a Ustawy z dnia 29 lipca 2005r o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem:</p> <p>art. 1 ust. 4 lit. b)</p>	<p>Wskazane regulacje nie stanowią gold-platingu.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Regulacja wynikająca z art. 3 ust. 1a-1b ustawy o ofercie została wprowadzona przez przepisy ustawy z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i

<p>zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych:</p> <p>„1a. Oferta publiczna papierów wartościowych, o której mowa w art. 1 ust. 4 lit. b rozporządzenia 2017/1129, w przypadku której liczba osób, do których jest ona kierowana, wraz z liczbą osób, do których kierowane były oferty publiczne, o których mowa w art. 1 ust. 4 lit. b rozporządzenia 2017/1129, tego samego rodzaju papierów wartościowych, dokonane w okresie poprzednich 12 miesięcy, przekracza 149, wymaga opublikowania memorandum informacyjnego, o którym mowa w art. 38b, które podlega zatwierdzeniu przez Komisję.”</p>	<p>Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE z dnia 14 czerwca 2017 r.:</p> <p>„4. Obowiązek opublikowania prospektu określony w art. 3 ust. 1 nie ma zastosowania do żadnego z następujących rodzajów ofert publicznych papierów wartościowych:</p> <p>b) oferty papierów wartościowych skierowanej do mniej niż 150 osób fizycznych lub prawnych na państwo członkowskie, innych niż inwestorzy kwalifikowani;”</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego:</p> <p>Ustawa o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw z dnia 16 października 2019r.</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku:</p> <p>Ograniczenie liczby adresatów propozycji nabycia ofert do 149 inwestorów. Przepisy unijne nakładają ten limit per emisja, natomiast polski ustawodawca rozszerzył ten limit na wszystkie emisje danego rodzaju danego emitenta w ciągu ostatnich 12 miesięcy.</p>	<p>warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2019 r. poz. 2217). Wprowadzone ww. ustawą regulacje miały na celu dostosowanie polskiego porządku prawnego do wymogów Rozporządzenia 2017/1129, które w zasadniczej części weszło do bezpośredniego stosowania w państwach członkowskich UE od 21 lipca 2019 r.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kwestionowana regulacja wynikająca z art. 3 ust. 1a-1b ustawy o ofercie została wprowadzona w pełni świadomie i z pełnym poszanowaniem Rozporządzenia 2017/1129, w szczególności jego art. 1 ust. 4 lit b). Potwierdza to treść uzasadnienia ustawy z dnia 16 listopada 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie. Dotychczasowa definicja oferty publicznej (oferta nabycia lub objęcia papierów wartościowych skierowana do więcej niż 149 indywidualnie oznaczonych adresatów lub do nieoznaczonego adresata) była zbyt elastyczna i umożliwiała dokonywanie bez prospektu wielokrotnych ofert publicznych do mniej niż 150 osób, w krótkich odstępach czasu. W praktyce otwierało to możliwość oferowania papierów wartościowych bez prospektu praktycznie nieograniczonemu kręgowi adresatów. • Bolesną dla całego rynku kapitałowego egzemplifikacją tego zjawiska była sprawa spółki GetBack S.A. dokonującej wielokrotnie
---	---	--

			<p>ofert prywatnych (do 149 inwestorów) w skali i w taki sposób, że działanie takie można było określać jako sprzeczne z celem dotychczasowych przepisów, które miały w założeniu ułatwiać przeprowadzenie ofert przez zniesienie obowiązku prospektowego jedynie w przypadku niewielkiego kręgu adresatów. Założeniem prawodawcy unijnego było bowiem stworzenie wyjątku dla emitentów znajdujących się w specyficznej sytuacji, kiedy emitent (z założenia raczej spółka niepubliczna) chce zaoferować papiery podmiotom z nim powiązanym (znajomym, rodzinie, kontrahentom, podmiotom finansującym itp.) Jest to oferta publiczna z punktu widzenia Rozporządzenia 2017/1129, ale od strony praktycznej jest to tzw. „private placement”, gdzie specyficzną cechą są bezpośrednie relacje emitent-adresaci oferty. Nie było zamysłem unijnego prawodawcy zwolnienie z obowiązku sporządzania prospektu w związku z ofertą publiczną tylko dlatego, że jest taka a nie inna liczba adresatów oferty (do 149 osób). Wyjątek prospektowy wynikający z art. 1 ust. 4 lit b) Rozporządzenia 2017/1129 nie może zatem mieć zastosowania w przypadku częstego i wielokrotnego kierowania w krótkich odstępach czasu ofert do mniej niż 150 osób.</p> <ul style="list-style-type: none">• Nie sposób zgodzić się z twierdzeniem, że występującym w praktyce przypadkiem obchodzenia przepisów dotyczących ofert publicznych i nadużyciom w tym obszarze
--	--	--	--

			<p>można zapobiegać korzystając z szeregu innych instrumentów kontroli, np. uprawnień nadzorczych KNF przewidzianych w art. 16-18a ustawy o ofercie. Istnieje zasadnicza wątpliwość co do możliwości skutecznego zastosowania tych środków prawnych w odniesieniu do wielokrotnego przeprowadzania w krótkich odstępach czasu ofert kierowanych do adresatów w liczbie jednorazowo mniejszej niż próg 150 osób. Każda z takich ofert formalnie nie stanowi naruszenia przepisów prawa a w przepisach Rozporządzenia 2017/1129 jak i w ustawie o ofercie brak jest przesłanki „nadużycia prawa”, która pozwalałaby na zastosowanie przez organ nadzoru ww. środków w sytuacji wielokrotnego dokonywania w krótkich odstępach czasu ofert prywatnych. Zastosowanie w opisywanych sytuacjach art. 16-18a ustawy o ofercie prawdopodobnie zostałyby ocenione jako działanie bez podstawy prawnej powodując uchylenie decyzji organu ze wszystkimi tego konsekwencjami prawnymi. Dodać należy, że w przeszłości możliwość wprowadzenia do przepisów przesłanki „nadużycia prawa” przez emitentów jako podstawy do np. zatrzymania oferty publicznej była rozważana, lecz nie znalazła ostatecznie akceptacji pozwalającej na formalne uruchomienie procedury legislacyjnej dotyczącej tej propozycji.</p> <ul style="list-style-type: none">• Zgodnie z motywem 12 preambuły rozporządzenia 2017/1129 państwa
--	--	--	--

			<p>członkowskie mają możliwość nakładania innych obowiązków informacyjnych na poziomie krajowym w zakresie, w jakim te obowiązki nie stanowią nieproporcjonalnego lub niepotrzebnego obciążenia. Z komentowanego wyjątku wynika bowiem tylko tyle, że państwo członkowskie nie może narzucić w krajowym ustawodawstwie sporządzenia prospektu w sytuacjach objętych tym wyjątkiem. Przepisy Rozporządzenia 2017/1129 nie wskazują natomiast, czy państwo członkowskie może, czy też nie, ustanawiać innych krajowych wymogów informacyjnych dla oferty publicznej papierów wartościowych. Dlatego też ww. nowelizacją ustawy o ofercie z dnia 16 października 2019 r. wprowadzono obowiązek sporządzania memorandum informacyjnego zatwierdzanego przez KNF.</p> <ul style="list-style-type: none">• Obchodzenie przepisów rozporządzenia 2017/1129 poprzez dokonywanie ofert „kroczących” pozbawia inwestorów detalicznych istotnych i zweryfikowanych przez organ nadzoru informacji o emitencie oraz oferowanych przez niego papierach wartościowych, co w istotny sposób zmniejsza poziom ochrony ich interesów. Wprowadzone rozwiązanie nie może być oceniane wyłącznie pod kątem dodatkowego obciążenia dla emitentów, ponieważ likwiduje ono zauważoną przez UKNF w praktyce asymetrię informacji pomiędzy emitentem a inwestorem. Brak właściwego nadzoru nad
--	--	--	---

			<p>ofertami dokonywanymi w warunkach art. 3 ust. 1a-1b ustawy o ofercie może również generować ryzyko systemowe, a poprzez zmniejszenie zaufania inwestorów do rynku kapitałowego ograniczyć emitentom wykonującym w sposób prawidłowy swoje obowiązki możliwość pozyskania kapitału na tym rynku. Dlatego zauważyć należy również korzyści takiego rozwiązania dla uczestników rynku – dla inwestorów jak i dla podmiotów poszukujących finansowania.</p> <p>Kwestionowane rozwiązanie zostało wprowadzone jako odpowiedź regulatora na nadużycia prawa i związane z tym nieprawidłowości w zakresie oferowania instrumentów finansowych. Mając to na uwadze MF w chwili obecnej nie przewiduje rezygnacji z kwestionowanych wymogów.</p>
16.	<p>art. 7a. Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi</p> <p>„1. W przypadku obligacji emitowanych na podstawie ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach oraz listów zastawnych emitowanych na podstawie ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych, z zastrzeżeniem art. 5a ust. 2 tej ustawy, w</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem: Brak podstawy prawnej w aktach prawa unijnego.</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Ustawa o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw z dnia 16 października 2019r.</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku: Brak regulacji unijnych, które wprowadzają instytucję agenta emisji.</p>	<p>Wskazane regulacje nie stanowią gold-platingu.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Przepisy są konsekwencją wprowadzonych zmian w zakresie dematerializacji obligacji, listów zastawnych oraz certyfikatów inwestycyjnych • Przepis ma na celu usprawnienie procesu rejestracji wskazanych papierów wartościowych w KDPW poprzez zapewnienie, że rejestracja ta będzie dokonywana za pośrednictwem podmiotu profesjonalnego MF nie planuje obecnie rezygnacji ze wskazanego wymogu.

	<p>odniesieniu do których emitent nie zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym ani o wprowadzenie do ASO, a także w przypadku certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusz inwestycyjny zamknięty, który nie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym, przed zawarciem umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych, emitent zawiera umowę o wykonywanie funkcji agenta emisji tych papierów wartościowych z firmą inwestycyjną uprawnioną do prowadzenia rachunków papierów wartościowych albo z bankiem powierniczym.”</p>		
17.	<p>art. 3 ust. 1a. Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych: „1a. Oferta publiczna papierów wartościowych, o której mowa</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem: Artykuł 2 oraz Artykuł 1 ustęp 1 i 4 Rozporządzenia 2017/1129: Artykuł 2, definicja: „oferta publiczna papierów wartościowych” oznacza komunikat skierowany do odbiorców w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków, przedstawiający wystarczające informacje na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o nabyciu lub</p>	<p>Wskazane regulacje nie stanowią gold-platingu. Wyjaśnienie analogiczne jak w pkt 15.</p>

	<p>w art. 1 ust. 4 lit. b rozporządzenia 2017/1129, w przypadku której liczba osób, do których jest ona kierowana, wraz z liczbą osób, do których kierowane były oferty publiczne, o których mowa w art. 1 ust. 4 lit. b rozporządzenia 2017/1129, tego samego rodzaju papierów wartościowych, dokonane w okresie poprzednich 12 miesięcy, przekracza 149, wymaga opublikowania memorandum informacyjnego, o którym mowa w art. 38b, które podlega zatwierdzeniu przez Komisję.”</p>	<p>subskrypcji tych papierów wartościowych. Niniejsza definicja ma również zastosowanie do plasowania papierów wartościowych Poprzez pośredników finansowych” Artykuł 1. Ust. 2</p> <p>„2. Niniejsze rozporządzenie nie ma zastosowania do następujących rodzajów papierów wartościowych: (...)</p> <p>4. Obowiązek opublikowania prospektu określony w art. 3 ust. 1 nie ma zastosowania do żadnego z następujących rodzajów ofert publicznych papierów wartościowych: (...)”</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego:</p> <p>Ustawa o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw z dnia 16 października 2019r.</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku: Oferty, dla których zgodnie z rozporządzeniem 2017/1129, prospekt nie jest wymagany, w prawie polskim pojawia się memorandum informacyjne, które nie występuje w prawie unijnym.</p>	
18.	<p>art. 69 ust. 2 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi: „2. Działalność maklerska, z zastrzeżeniem art. 16 ust. 3 i 5 oraz art. 70, obejmuje wykonywanie czynności polegających na: (...) 6) oferowaniu instrumentów finansowych;”</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem: Załącznik I, SEKCJA A, Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady PARLAMENTU 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku: Załącznik, o którym mowa w Kolumnie II nie wymienia usługi finansowej oferowania instrumentów finansowych. Oferowanie instrumentów</p>	<p>Wskazany przepis nie stanowi gold-patingu.</p> <ul style="list-style-type: none"> Wskazana usługa jest odpowiednikiem usługi, o której mowa w załączniku I, sekcji A pkt 7 dyrektywy MiFID (Subemisja instrumentów finansowych bez gwarancji przejęcia emisji) <p>MF zaproponowało w <i>projekcie ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, dalej: "projekt ustawy UD235"</i>, zmianę pojęcia „oferowania” pojęciem „plasowania”, niemniej zmiana ta nie uzyskała poparcia przedstawicieli instytucji rynku</p>

		finansowych zostało dodane przez polskiego ustawodawcę jako usługa inwestycyjna.	kapitałowego i na konferencji uzgodnieniowej w sprawie tego projektu zdecydowano o rezygnacji z tej zmiany.
19.	<p>§ 5 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim:</p> <p>„Emitent przekazuje w formie raportu bieżącego informacje o:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) rejestracji lub odmowie rejestracji przez sąd zmiany statutu emitenta; 2) zmianie praw z papierów wartościowych emitenta; 3) wypowiedzeniu lub rozwiązaniu przez emitenta lub przez firmę audytorską umowy o badanie lub przegląd sprawo- zdań finansowych lub skonsolidowanych sprawozdań finansowych; 4) odwołaniu lub rezygnacji osoby zarządzającej lub nadzorującej albo powzięciu 	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem: Brak podstawy prawnej w aktach prawa unijnego.</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Nie dotyczy</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku: Cały paragraf 5 Rozporządzenia MF można traktować jako gold-plating, dlatego że w przepisach ustawy o ofercie publicznej mamy informację poufną wg MAR, raporty okresowe (roczne, półroczne i kwartalne) oraz właśnie raporty bieżące. Całe rozporządzenie w sprawie raportów bieżących i okresowych w zakresie dotyczącym raportów bieżących – par. 5 – to gold-plating. Prawo unijne nie przewiduje takich regulacji.</p>	<p>Wskazany przepis nie stanowi gold-patingu.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Wymagania w zakresie informacji bieżących przekazywanych przez emitentów były przedmiotem przeglądu podczas ostatniej nowelizacji tych wymagań, w efekcie zostały istotnie ograniczone • Wskazane przepisy były efektem kompromisu uzgodnionego ze środowiskiem rynku kapitałowego i wynikają ze specyfiki krajowych regulacji odnoszących się do spółek <p>W chwili obecnej MF nie przewiduje zmian w przedmiotowym zakresie.</p>

	<p>przez emitenta informacji o decyzji osoby zarządzającej lub nadzorującej o rezygnacji z ubiegania się o wybór w następnej kadencji;</p> <p>5) powołaniu osoby zarządzającej lub nadzorującej;</p> <p>6) umieszczeniu wpisu dotyczącego przedsiębiorstwa emitenta w dziale 4 rejestru przedsiębiorców, o którym mowa w ustawie o KRS;</p> <p>7) uprawomocnieniu się postanowienia sądu o ogłoszeniu upadłości emitenta, oddaleniu wniosku o ogłoszenie jego upadłości, w przypadku gdy m majątek dłużnika nie wystarcza na zaspokojenie kosztów postępowania lub wystarcza jedynie na zaspokojenie tych kosztów, zmianie postanowienia o otwarciu postępowania restrukturyzacyjnego na postanowienie o ogłoszeniu upadłości emitenta;</p> <p>8) wydaniu dokumentów akcji w ramach warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego emitenta;</p>		
--	---	--	--

	<p>9) podjęciu przez zarząd emitenta uchwały w sprawie emisji akcji w ramach docelowego podwyższenia kapitału zakładowego emitenta;</p> <p>10) zmianie adresu siedziby emitenta lub adresu jego strony internetowej;</p> <p>11) zamieszczeniu na stronie internetowej emitenta Oświadczenia grupy kapitałowej na temat informacji niefinansowych lub sprawozdania grupy kapitałowej na temat informacji niefinansowych, sporządzonych przez jednostkę dominującą wyższego szczebla, zgodnie z art. 69 ust. 5 ustawy o rachunkowości.”</p>		
20.	<p>§ 60 ust. 1 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem: Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE.</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Ustawa o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu</p>	<p>Wskazany przepis nie stanowi gold-patingu. Krajowy regulator skorzystał z opcji narodowej po szerokich konsultacjach społecznych.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dyrektywa 2013/50/UE przewiduje możliwość nałożenia obowiązku przekazywania raportów okresowych innych niż roczne i półroczne pod warunkiem, że dodatkowe okresowe informacje finansowe nie stanowią nieproporcjonalnego obciążenia finansowego w szczególności dla małych i średnich przedsiębiorstw, a treść wymaganych

	<p>Wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim: „1. Emitent przekazuje, z zastrzeżeniem § 62, raporty okresowe: 1) kwartalne; 2) półroczne; 3) roczne.”</p>	<p>oraz o spółkach publicznych oraz o zmianie innych ustaw z dnia 4 września 2008 r.</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku: Dyrektywa, o której mowa w Kolumnie II nie nakłada obowiązku kwartalnych, sprawozdań finansowych (informacji okresowych) w artykule 4. Raporty kwartalne również można traktować jako gold-plating, wprowadzono je w polskich przepisach, w sytuacji, gdy w prawie unijnym brak takiego obowiązku.</p>	<p>dodatkowych informacji finansowych jest proporcjonalna do czynników przyczyniających się do podejmowania decyzji inwestycyjnych przez inwestorów.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Jak wynika z uzasadnienia do rozporządzenia UKNF przeprowadził konsultacje z uczestnikami rynku w zakresie oceny, czy utrzymanie przepisów nakładających obowiązek publikacji raportów kwartalnych spełniałoby warunki, o których mowa w art. 3 ust. 1 a dyrektywy 2004/109/WE. Spółki publiczne zostały zapytane o: <ul style="list-style-type: none"> a) koszty sporządzania raportów kwartalnych w stosunku do całości kosztów ponoszonych z tytułu wykonywania obowiązków informacyjnych, oraz b) koszty sporządzania raportów kwartalnych w stosunku do kosztów sporządzania wszystkich raportów okresowych. • Odpowiedzi udzielone przez spółki na pierwsze pytanie wskazały, że udział kosztów związanych ze sporządzaniem raportów kwartalnych średnio wynosił 18,6 %. Z odpowiedzi na drugie pytanie średni udział kształtował się na poziomie 25,9 %. • Na podstawie tych danych przyjęto, że dodatkowe okresowe informacje finansowe (raporty kwartalne) nie będą stanowić nieproporcjonalnego obciążenia finansowego dla spółek publicznych, których akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.
--	---	--	---

			<ul style="list-style-type: none">• Ponadto UKNF zwrócił się o zajęcie stanowiska w zakresie utrzymania obowiązku sporządzania i przekazywania raportów kwartalnych do Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. oraz organizacji reprezentujących różne grupy uczestników rynku kapitałowego: Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych, Izby Domów Maklerskich, Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, Związku Maklerów i Doradców, Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych.• Na podstawie analizy otrzymanych odpowiedzi stwierdzono, iż raporty kwartalne stanowią dla większości uczestników rynku użyteczne narzędzie oceny bieżącej sytuacji w spółkach publicznych, których akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Likwidacja obowiązku przekazywania raportów kwartalnych mogłaby przy tym niekorzystnie wpłynąć na proces podejmowania decyzji inwestycyjnych przez inwestorów, szczególnie odnośnie do małych i średnich spółek, gdyż wzrosłoby ryzyko oceny takich spółek, a także wzrosłoby ryzyko wykorzystania informacji poufnych.• Uwzględniając konieczność redukcji obciążeń nakładanych na emitentów, tam, gdzie obowiązki te nie mają istotnego znaczenia, zdecydowano o zniesieniu obowiązku przekazywania raportów kwartalnych oraz
--	--	--	--

			skonsolidowanych raportów kwartalnych za ostatni kwartał roku obrotowego. MF dostrzega możliwość ponownej analizy wskazanego problemu przy najbliższej nowelizacji przedmiotowego rozporządzenia.
21.	<p>art. 69 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. „1. Kto: 1) osiągnął lub przekroczył 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33⅓%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej albo 2) posiadał co najmniej 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33⅓%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce, a w wyniku zmniejszenia tego udziału osiągnął odpowiednio 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 33⅓%, 50%, 75% albo 90% lub mniej ogólnej liczby głosów – jest obowiązany niezwłocznie zawiadomić o tym Komisję oraz spółkę”</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem: Artykuł 9 ust. 3 Dyrektywy 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE: „Macierzyste Państwo Członkowskie nie musi stosować: a) progu 30 %, jeżeli stosuje próg w wysokości jednej trzeciej; b) progu 75 %, jeżeli stosuje próg w wysokości dwóch trzecich.”</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Ustawa o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz o zmianie innych ustaw z dnia 4 września 2008 r.</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku: Dyrektywa, o której mowa w Kolumnie II przewiduje, że akcjonariusz informuje spółkę o przekroczeniu 30% i 75%, a można tych progów nie stosować, jeśli w państwie członkowskim jest 1/3 lub 2/3. W naszej ustawie o obrocie (art. 69) jest zarówno 30%, 33 i 1/3% ale również 90%.</p>	<p>Wskazany przepis nie stanowi gold-patingu. Krajowy regulator skorzystał z opcji narodowej.</p> <ul style="list-style-type: none"> Przepis art. 69 podlega nowelizacji przewidzianej projektem ustawy UD235, w trakcie konsultacji publicznych żaden z podmiotów nie zgłosił potrzeby nowelizacji również ust. 1 w przedmiotowym zakresie. <p>MF dostrzega możliwość ponownej analizy wskazanego problemu, w przypadku jego zgłoszenia w trakcie ponownych konsultacji projektu UD235.</p>
22.	<p>Art. 172 ust. 1 ustawy z dnia 16 lipca 2004r Prawo telekomunikacyjne: „1.Zakazane jest używanie</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold - platingiem: Art. 13 ust. 1 Dyrektywy 2002/58/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 12</p>	<p>Wskazane przepisy wykraczają poza zakres właściwości MF.</p>

	<p>telekomunikacyjnych urządzeń końcowych i automatycznych systemów wywołujących dla celów marketingu bezpośredniego, chyba że abonent lub użytkownik końcowy uprzednio wyraził na to zgodę.”</p>	<p>lipca 2002 r. dotyczącej przetwarzania danych osobowych i ochrony prywatności w sektorze łączności elektronicznej (Dyrektywa o prywatności i łączności elektronicznej): „1. Używanie automatycznych systemów wywołujących i systemów łączności bez ludzkiej ingerencji (automatyczne urządzenia wywołujące), faksów lub poczty elektronicznej do celów marketingu bezpośredniego może być dozwolone jedynie wobec abonentów lub użytkowników, którzy uprzednio wyrazili na to zgodę.</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Nie dotyczy</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku: Wyłączenie faksów lub poczty elektronicznej z przedmiotu regulacji prawa polskiego w praktyce uniemożliwia korzystanie z tych środków w celu marketingu bezpośredniego w trybie opisanym w art. 172 ust. 1 Prawa telekomunikacyjnego.</p>	
23.	<p>art. 48c ust. 3 Ustawy z dnia 27 maja 2014 r o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi:</p> <p>„Minister właściwy do spraw instytucji finansowych określi, w drodze rozporządzenia, maksymalny limit ekspozycji AFI specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego stosującego zasady i ograniczenia inwestycyjne określone dla funduszu inwestycyjnego otwartego, specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego</p>	<p>Treść przepisu prawa unijnego, który został transponowany do polskiego porządku prawnego lub zinterpretowany w sposób skutkujący gold-platingiem:</p> <p>Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) nr 231/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE w odniesieniu do zwolnień, ogólnych warunków dotyczących prowadzenia działalności, depozytariuszy, dźwigni finansowej, przejrzystości i nadzoru (w szczególności artykuły 6-11)</p> <p>Akt w którym przepis prawa polskiego został transponowany do polskiego porządku prawnego: Ustawa z dnia 31 marca 2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2016 poz. 615)</p> <p>Wyjaśnienie, w czym wyraża się nadmierna regulacja w tym konkretnym przypadku:</p> <p>Rozporządzenie KE 231/2013 wprowadziło pojęcie ekspozycji AFI, jednak nie wprowadziło obowiązku ani możliwości jego odgórnego limitowania przez regulatora. W tym zakresie przytoczony zapis i stanowiący jego delegację</p>	<p>Wskazany przepis nie stanowi gold-patingu. Dyrektywa AIFMD nie jest dyrektywą maksymalnej implementacji zwłaszcza w odniesieniu do alternatywnych funduszy inwestycyjnych.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Limit ekspozycji AFI odnoszący się do alternatywnego funduszu inwestycyjnego ustanawiany jest w ramach procedur obowiązujących w towarzystwie funduszy inwestycyjnych zarządzającym alternatywnym funduszem inwestycyjnym. • Maksymalna dopuszczalna wysokość limitu ekspozycji AFI została ustanowiona w celu zapobieżenia dowolności przy ustalaniu limitu przez TFI oraz zapewnienia ochrony interesów uczestników sfio i fiz

	<p>stosującego zasady i ograniczenia inwestycyjne określone dla funduszu inwestycyjnego zamkniętego oraz funduszu inwestycyjnego zamkniętego, mając na uwadze konieczność zapewnienia ochrony interesu uczestników funduszu inwestycyjnego.” Oraz wydane na delegacji ustawowej z powyższego przepisu Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 lipca 2017 r. w sprawie maksymalnego limitu ekspozycji AFI wszystkie przepisy.</p>	<p>rozporządzenie, które to wprowadza odgórny limit ekspozycji AFI, stanowią przykład gold-platingu, gdyż nakładają dodatkowy wymóg na towarzystwa funduszy inwestycyjnych nie wynikający z transponowanych przepisów.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Jest to rozwiązanie zbliżone do obowiązujących przed implementacją dyrektywy AIFMD zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego, na które narażone są te fundusze, w postaci limitu całkowitej ekspozycji, wyznaczonej przy zastosowaniu metody zaangażowania. • Krajowy regulator przy implementacji dyrektywy AIFMD postanowił utrzymać wyższe standardy odnoszące się do funduszy sfio i fiz, natomiast nie wprowadzać takich wymagań w odniesieniu do ASI. <p>MF nie przewiduje obecnie zmian w przedmiotowym zakresie.</p>
--	---	--	--

Przykłady gold-platingu zgłoszone przez SEG

Lp.	Treść przepisu prawa polskiego będąca przejawem gold-platingu (ze wskazaniem aktu prawnego i jednostki redakcyjnej)	Treść uwagi	Stanowisko Ministerstwa Finansów
1.	Przepisy MAR – informacje poufne i prowadzenie list insiderów	Największe problemy sprawiają emitentom obowiązki wynikające z rozporządzenia Parlamentu Europejskiej i Rady nr 596/2014 (dalej: Rozporządzenie MAR), szczególnie w zakresie identyfikacji informacji	Przedstawiony problem nie stanowi gold-platingu, kwestionowane są rozwiązania zawarte

		<p>poufnych i prowadzenia list insiderów. W związku z powyższym SEG informuje, że będzie podejmować na poziomie UE działania (jak to miało miejsce w przeszłości) w celu nowelizacji Rozporządzenia MAR w zakresie zmiany definicji informacji poufnej i/lub obowiązku publikacji wszystkich informacji poufnych.</p> <p>W przypadku pozytywnego rozwiązania tego zagadnienia problemy z prowadzeniem list insiderów przestaną być istotne. W celu większej efektywności powyższych działań, SEG wnosi o ich wsparcie przez Pełnomocnika tych działań w organach UE. Byłoby to zbieżne z przewidzianym w SRRK działaniem nr 89 polegającym na podjęciu działań lobbingsowych podmiotów polskiego rynku na forum międzynarodowym.</p>	<p>w bezpośrednio stosowanych przepisach prawa UE (rozporządzenia MAR).</p> <p>MF pozytywnie odnosi się od wskazanej inicjatywy SEG podejmowania na poziomie UE działań mających na celu uwzględnienie przez unijnego regulatora krajowej specyfiki rynku kapitałowego. Niemniej ostateczne poparcie wskazanego działania uzależnione będzie od zapoznania się ze szczegółowymi rozwiązaniami, jakie zaproponuje SEG.</p>
2.	<p>Przepisy ustawy o ofercie publicznej – niedawne zmiany</p>	<p>Duże problemy sprawiają emitentom obowiązki wynikające bezpośrednio z ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dalej: ustawa o ofercie publicznej), przy czym głównie są to obowiązki nowe, wprowadzone nowelizacją dokonaną pod koniec 2019 r. W związku z powyższym informujemy, że SEG będzie kontynuowało działania edukacyjne w obszarach związanych z realizacją obowiązków wprowadzonych tą nowelizacją, w szczególności w zakresie transakcji z podmiotami powiązаныmi, polityki wynagrodzeń i procedury whistleblowing. W związku ze zgłaszanymi wątpliwościami odnośnie jednoznaczności tych regulacji, działania edukacyjne SEG muszą być powiązane z uprzednim uzyskaniem interpretacji UKNF i Ministerstwa Finansów odnośnie sposobu realizacji tych obowiązków. W związku z powyższym SEG wnosi o wsparcie Pełnomocnika w procesie pozyskiwania tych interpretacji. Byłoby to zbieżne z przewidzianym w SRRK działaniem</p>	<p>Przedstawiony problem nie stanowi gold-platingu.</p> <p>MF pozytywnie odnosi się do działań edukacyjnych podejmowanych przez SEG oraz otwarte jest na interpretacje wprowadzanych przepisów.</p>

		nr 32, którego celem jest zrozumienie regulacji rynku kapitałowego przez uczestników tego rynku.	
3.	<p>1) Wniosek o przegląd;</p> <p>2) Wniosek o dyskusję w sprawie rezygnacji z raportów kwartalnych</p>	<p>Znaczne problemy emitentów związane są z publikacją raportów okresowych. W związku z powyższym SEG wnioskuje o dokonanie nowelizacji <i>rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim</i> (dalej: rozporządzenie w sprawie informacjach bieżących i okresowych) w zakresie aktualizacji obowiązków związanych z publikacją raportów okresowych. Analogiczna nowelizacja w odniesieniu do raportów bieżących nastąpiła w roku 2017, w ramach dostosowania polskiego porządku prawnego do Rozporządzenia MAR.</p> <p>W opinii SEG, należy również przedyskutować ze środowiskiem konieczność publikacji raportów kwartalnych w dotychczasowej formule. Warto wskazać, że dyrektywa UE wprowadzająca obowiązek publikacji raportów okresowych przez emitentów nie wymaga publikacji raportów kwartalnych, a jedynie rocznych i półrocznych. W związku z powyższym, mając na uwadze zapisy SRRK dotyczące unikania gold platingu, SEG wnosi o zainicjowanie przez Pełnomocnika stosownego procesu legislacyjnego.</p>	<p>Wskazany przepis nie stanowi gold-patingu. Krajowy regulator skorzystał z opcji narodowej po szerokich konsultacjach społecznych.</p> <p>Uzasadnienie jak w stanowisku do propozycji CFA pkt 20</p> <p>MF dostrzega możliwość ponownej analizy wskazanego problemu przy najbliższej nowelizacji przedmiotowego rozporządzenia.</p>
4.	Nowelizacja rozporządzenia w sprawie informacji bieżących i okresowych	<p>W związku z wynikami powyższej ankiety, SEG wnioskuje o dokonanie nowelizacji rozporządzenia w sprawie informacjach bieżących i okresowych w zakresie ograniczenia obowiązku publikacji w formie raportu bieżącego informacji udzielonych akcjonariuszowi poza walnym zgromadzeniem. Obowiązek ten nie wynika z przepisów europejskich, w związku z powyższym, mając na uwadze zapisy SRRK dotyczące unikania</p>	<p>Wskazany przepis nie stanowi gold-patingu.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Wymagania w zakresie informacji bieżących przekazywanych przez emitentów były przedmiotem przeglądu podczas ostatniej nowelizacji tych wymagań, w efekcie zostały istotnie ograniczone • Wskazane przepisy były efektem kompromisu uzgodnionego ze środowiskiem rynku

		gold platingu, SEG wnosi o zainicjowanie przez Pełnomocnika stosownego procesu legislacyjnego, który byłby tożsamy z procesem legislacyjnym, o którym mowa w pkt 3).	kapitałowego i wynikają ze specyfiki krajowych regulacji odnoszących się do spółek MF dostrzega możliwość ponownej analizy wskazanego problemu przy najbliższej nowelizacji przedmiotowego rozporządzenia.
5.	Obciążenia dla emitentów wynikające z obowiązków związanych z Dobrymi Praktykami Notowanych Spółek	Wyniki powyższej ankiety wskazują, że dużym obciążeniem dla emitentów są obowiązki związane z Dobrymi Praktykami Spółek Notowanych. SEG postuluje zatem o dokonanie znacznego ograniczenia obowiązków ciążących na spółkach giełdowych wynikających z DPSN. Zgodnie z obecnie obowiązującymi DPSN, spółki giełdowe zobowiązane są do stosowania ponad 100 zasad. W stosunku do zasad szczegółowych obowiązuje formuła: stosuj lub wyjaśnij (comply or explain). Trwałe niestosowanie danej zasady, a nawet incydentalne jej niezastosowanie rodzi po stronie spółki obowiązek niezwłocznego poinformowania o tym fakcie, w sposób określony w § 29 ust. 3 Regulaminu Giełdy. Niezależnie od powyższego, zgodnie z rozporządzeniem w sprawie raportów bieżących i okresowych, w ramach raportu rocznego spółki giełdowe zobowiązane są publikować informację o sposobie stosowania każdej z tych praktyk. Tak skonstruowane DPSN, jak też obowiązki informacyjne związane z ich stosowaniem, powodują, że z jednej strony stanowią one duże obciążenie dla emitentów, a z drugiej strony zainteresowanie nimi inwestorów jest znikome. Nie ma bowiem żadnego narzędzia, które umożliwiłoby analizę stosowania poszczególnych praktyk przez określonych emitentów lub ich grupy. W ramach prac Komitetu Ładu Korporacyjnego działającego przy GPW finalizowane jest przygotowanie nowego katalogu DPSN. W związku z powyższym mając na uwadze zapisy SRRK związane ze stosowaniem DPSN, SEG wnosi o wsparcie Pełnomocnika w procesie zmniejszenia	Wskazany problem nie stanowi gold-patingu. <ul style="list-style-type: none"> • Stosowanie przez spółki zasad ładu korporacyjnego, zawartych w Dobrych Praktykach, jest dobrowolne • Rada Giełdy Uchwałą Nr 13/1834/2021 z dnia 29 marca 2021 r. przyjęła nowe zasady ładu korporacyjnego dla spółek notowanych na Głównym Rynku GPW – „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2021”, wcześniej dokument ten podlegał konsultacjom.

		<p>obciążeń spółek giełdowych, które są związane z realizacją DPSN i tworzenia mechanizmów ułatwiających inwestorom korzystanie z informacji o ich stosowaniu.</p>	
6.	<p>Wprowadzenie dodatkowej tabeli zgodności</p>	<p>Mając na uwadze zapisy SRRK dotyczące unikania gold platingu, SEG chciałoby zwrócić uwagę na procedurę implementacji dyrektyw UE lub dostosowywania polskiego porządku prawnego do aktów UE obowiązujących wprost na terytorium RP. Na etapie prac legislacyjnych nad poszczególnymi aktami prawa polskiego są tworzone tabele zgodności z prawem UE. Te tabele zgodności nie są jednak zestawiane w jedną całość na poziomie jednego krajowego aktu prawnego (np. ustawa o ofercie publicznej). Sporządzenie takiej tabeli zgodności i powiązanie wszystkich jednostek redakcyjnych danego polskiego aktu prawnego z odpowiednimi przepisami aktów UE byłoby ułatwieniem dla podmiotów, które muszą realizować obowiązki wynikające z polskich przepisów, jak również ujawniałyby stosowanie <i>gold platingu</i> przez polskiego ustawodawcę. Ponadto w przypadku zmiany przepisów UE zestawienie takie byłoby pomocnym narzędziem w zmianach legislacyjnych na poziomie krajowym, gdyż wprost wskazywałoby na przepisy polskie, które trzeba zmienić. W związku z powyższym, SEG wnosi o stworzenie i prowadzenie powyższych tabel zgodności dla kluczowych polskich aktów prawnych rynku kapitałowego.</p>	<p>Wskazana propozycja zamiast eliminować gold-plating prowadzi do jego poszerzenia.</p> <p>Tabele zgodności sporządzane są do aktów prawnych wdrażających w prawie krajowym poszczególne dyrektyw oraz ich nowelizację. Wynika to wprost z implementowanych do prawa krajowego dyrektyw, które zobowiązują państwa członkowskie do przekazania KE tekstu tych przepisów, co w praktyce przybiera formę tabeli zgodności. Prawodawca europejski nie wymaga zatem sporządzania skonsolidowanej tabeli zgodności a jedynie pojedynczych tabel do poszczególnych implementacji.</p>
7.	<p>Nowelizacja ustawy o ofercie publicznej – przepisy dot. kuratora i wyznaczenia firmy audytorskiej</p>	<p>Mając na uwadze zapisy SRRK dotyczące unikania gold platingu, SEG chciałoby zwrócić uwagę na próby jego zastosowania w ostatniej nowelizacji ustawy o ofercie publicznej, która miała miejsce w 2019 roku. Chodzi o następujące rozwiązania, które znalazły się projekcie nowelizacji,</p>	<p>Wskazane propozycje nie stanowią gold-patingu, gdyż odnoszą się do kwestii, które nie są regulowane prawem UE.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Projekt ustawy UD235 nie przewiduje obowiązku badania wyznaczenia biegłego

		<p>a które w związku z uwagami organizacji rynkowych zostały z tego projektu usunięte:</p> <p>1) możliwość powołania przez Komisję Nadzoru Finansowego w spółkach giełdowych kuratora, w przypadku niewykonania lub nienależytego wykonania obowiązków informacyjnych, oraz</p> <p>2) obowiązku wystąpienia do Komisji Nadzoru Finansowego o wyznaczenie firmy audytorskiej do przeprowadzenia weryfikacji funkcjonowania spółki w momencie ubiegania się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym przez podmiot, którego żadne papiery wartościowe nie są dopuszczone do obrotu na tym rynku.</p> <p>SEG wnosi o wsparcie Pełnomocnika, poprzez uzyskanie od Ministra Finansów stanowiska, że w przypadku pojawienia się ponownie powyższych postulatów Ministerstwo nie uwzględni ich w pracach legislacyjnych</p>	<p>rewidenta na potrzeby Due diligence nowej spółki giełdowej</p> <ul style="list-style-type: none"> • Zaproponowana w projekcie ustawy UD235 możliwość powołania przez KNF kuratora w spółce publicznej podlega dalszym analizom MF
8.	<p>Przepisy ustawy o biegłych rewidentach – rozszerzenie tzw. czarnej listy usług zabronionych</p>	<p>Na podstawie art. 136 ust. 2 <i>ustawy o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym</i> (dalej: ustawa o biegłych rewidentach) polski ustawodawca rozszerzył tzw. czarną listę usług zabronionych, określoną w przepisach unijnych (art. 5 ust. 1 rozporządzenia UE nr 537/2014), o inne usługi niebędące czynnościami rewizji finansowej i niebędące usługami wymienionymi w art. 136 ust. 2 ww. ustawy. Dokonano tego wprawdzie w oparciu o opcję narodową przewidzianą w art. 5 ust. 2 ww. rozporządzenia, ale powoduje to konieczność wdrożenia dodatkowych procedur, jak też zwiększa koszty po stronie podmiotów uznanych za jednostki zainteresowania publicznego (dalej: JZP). Rozszerzenie czarnej listy usług zabronionych powoduje, że:</p>	<p>Wskazane przepisy nie stanowią gold-patingu, gdyż powstały one w oparciu o opcję narodową.</p> <p>Zauważania przy tym wymaga, że zgodnie ze stanowiskiem MF przekazany Polskiej Izbie Biegłych Rewidentów, ocena sprawozdania o wynagrodzeniach dokonana przez biegłego rewidenta jest usługą atestacyjną w rozumieniu art. 2 pkt 5 ustawy z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (Dz. U. z 2019 r. poz. 1421, z późn. zm.), zwanej dalej „ustawą o biegłych rewidentach”, i zalicza się do katalogu czynności rewizji finansowej, o których mowa w art. 2 pkt 7 ustawy o biegłych rewidentach, gdyż jest usługą</p>

		<ul style="list-style-type: none"> nie jest możliwe jednoczesne przeprowadzanie badania sprawozdań finansowych JZP oraz świadczenie usług innych niż czynności rewizji finansowej niebędących usługami wymienionymi w art. 136 ust. 2 ustawy o biegłych rewidentach na rzecz takiej JZP, jej jednostki dominującej lub jednostek przez nią kontrolowanych w ramach UE; zakaz świadczenia usług dodanych do unijnej czarnej listy usług zabronionych dotyczy tych samych podmiotów oraz tych samych okresów jak te określone dla unijnej czarnej listy w art. 5 ust. 1 rozporządzenia UE nr 537/2014. <p>W związku z pojawianiem się nowych obowiązków, do których emitent jest zmuszony korzystać z usług biegłego rewidenta (np. poddanie ocenie przez biegłego rewidenta sprawozdania o wynagrodzeniach) oraz w związku z negatywnymi skutkami wprowadzonej opcji narodowej, o których mowa powyżej, SEG wnosi o zainicjowanie przez Pełnomocnika stosownego procesu legislacyjnego, który zmierzałby do ograniczenia lub wyłączenia zastosowania powyższej opcji narodowej. Powyższe byłoby zbieżne z przewidzianymi w SRRK działaniami nr 36 i 37, jak również zapisami SRRK dotyczącymi unikania gold platingu. Ich wspólnym mianownikiem jest cel w postaci likwidacji oraz niedopuszczania do nadmiernych obciążeń uczestników rynku kapitałowego.</p>	<p>określoną przepisami prawa zastrzeżoną dla biegłego rewidenta.</p> <p>Jednocześnie należy podkreślić, że w myśl art. 136 ust. 1 ustawy o biegłych rewidentach, usługi czynności rewizji finansowej nie są usługami zabronionymi zgodnie z art. 5 ust. 1 akapit drugi rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 537/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie szczegółowych wymogów dotyczących ustawowych badań sprawozdań finansowych jednostek interesu publicznego, uchylającego decyzję Komisji 2005/909/WE (Dz. Urz. UE L 158 z 27.05.2014, str. 77), zatem mogą być świadczone przez tę samą firmę audytorską, która przeprowadza badanie sprawozdania finansowego jednostki zainteresowania publicznego.</p>
9.	Zapewnienie skutecznego nadzoru	<p>W rozdziale 4.3.1. SRRK (Zapewnienie przewidywalnego i skutecznego nadzoru) znajduje się element zatytułowany „Zmiana sposobu finansowania KNF i wprowadzenie wymogów w odniesieniu do poziomu świadczenia usług”. Nowy model finansowania UKNF zakłada prowadzenie przez UKNF samodzielnej gospodarki finansowej w ramach posiadanych środków. W powyższym rozdziale SRRK wyrażono oczekiwanie ze strony</p>	<p>Wskazane problemy nie stanowią gold-platingu. Przepisy z zakresu funkcjonowania krajowego organu nadzoru, w tym kosztów nadzoru nie są regulowane prawem europejskim.</p> <p>Zmiana organizacji i funkcjonowania UKNF, który stał się państwową osobą prawną, pozwoliła na sprawniejsze dostosowanie przez UKNF swoich</p>

podmiotów rynku kapitałowego, iż uzyskanie przez organ nadzoru większej niezależności finansowej przełoży się na wypracowanie i utrzymanie wysokich standardów prowadzonego nadzoru. Dlatego SRRK stanowi, że „zalecane jest opracowanie i opublikowanie przez UKNF na stronie internetowej zobowiązania wobec uczestników rynku kapitałowego odnośnie do utrzymywania określonych standardów prowadzonych postępowań oraz innych działań podejmowanych wobec podmiotów rynku, zgodnie z obowiązującymi przepisami”. Postulat ten do dnia dzisiejszego nie został zrealizowany. Co więcej, w projekcie SRRK znajdował się postulat, żeby zwiększenie budżetu nadzorca było uzależnione od pomyślnego wdrożenia procedury zawierania z podmiotami rynkowymi umowy, która m.in. zapewni efektywność pracy, określi warunki pracy i wymagania dotyczące poziomu świadczonych usług.

W roku 2020 nastąpiło znaczne, w porównaniu z rokiem 2019, zwiększenie obciążeń finansowych podmiotów rynku kapitałowego ponoszonych na rzecz KNF z tytułu nadzoru. Jest to w dużej części następstwem zmiany zasad finansowania działalności KNF.

W szczególności dotyczy to ograniczenia kontroli wydatków UKNF poprzez „wyjęcie” tworzenia budżetu KNF spod zwykłej procedury legislacyjnej. Stoi to w ewidentnej sprzeczności z intencją SRRK, szczególnie w sytuacji niezrealizowania postulatu wyrażonego w rozdziale 4.3.1 tej Strategii. SEG uznaje za zasadne umożliwienie wpływu środowiska rynku kapitałowego na kształt budżetu UKNF i sposób wydatkowania z niego środków. Środki te pochodzące z opłat ponoszonych przez uczestników rynku finansowego są środkami publicznymi i jako takie powinny być wydawane w oparciu o zasadę gospodarności. Wydatki UKNF powinny być dokonywane w sposób

środków do bieżących potrzeb nadzorczych podyktowanych np. koniecznością zwiększenia częstotliwości inspekcji w podmiotach nadzorowanych, analizą danych ze sprawozdań czy współpracą z organami nadzoru nad rynkiem finansowym w innych państwach.

		<p>celowy i oszczędny, z zachowaniem zasad uzyskiwania najlepszych efektów z danych nakładów i optymalnego doboru metod i środków służących osiągnięciu założonych celów. Jest to szczególnie istotne w sytuacji negatywnych skutków związanych z rozprzestrzenianiem się COVID-19, które dotknęły polską gospodarkę, w tym podmioty rynku kapitałowego. Niezależnie od powyższego należy wprowadzić zmiany legislacyjne czyniące proces tworzenia i realizacji budżetu UKNF bardziej transparentnym. W szczególności SEG postuluje:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) wprowadzenie obowiązku publikacji projektu planu finansowego UKNF przed przekazaniem go do Ministra Finansów; 2) dookreślenie zasad ustalania udziału poszczególnych obszarów rynku finansowego w budżecie UKNF (nie ma regulacji powszechnie obowiązujących, które tę kwestię regulują); 3) zwiększenie szczegółowości w sprawozdaniu rocznym UKNF w zakresie jego budżetu; 4) podawanie do publicznej wiadomości treści planów działalności, sprawozdań z wykonania planów działalności oraz oświadczeń o stanie kontroli zarządczej na poziomie UKNF, a nie jak jest to teraz obszaru finansów, w skład którego wchodzi 3 podmioty (UKNF, Ministerstwo Finansów i Polska Agencja Nadzoru Audytowego). <p>SEG wnosi o wsparcie Pełnomocnika w zakresie powyższych zmian legislacyjnych i organizacyjnych.</p>	
10.	<p>Procedura uzgadniania unijnych aktów legislacyjnych</p>	<p>Projekty europejskich aktów ustawodawczych są uzasadniane w odniesieniu do zasad pomocniczości i proporcjonalności. Każdy projekt europejskiego aktu ustawodawczego powinien zawierać szczegółowe stwierdzenie umożliwiające ocenę jego zgodności z tymi zasadami. Zgodnie</p>	<p>Wskazane problemy nie stanowią gold-platingu. Przepisy dotyczące krajowego procesu legislacyjnego nie są regulowane prawem europejskim.</p>

z zasadą proporcjonalności, przy tworzeniu europejskich aktów ustawodawczych bierze się pod uwagę konieczność zminimalizowania wszelkich obciążeń finansowych lub administracyjnych nakładanych na Unię, rządy krajowe, władze regionalne lub lokalne, podmioty gospodarcze i obywateli oraz to, by takie obciążenia były współmierne do zamierzonego celu. W celu weryfikacji, jak realizowana jest w praktyce zasada proporcjonalności, akty prawne UE przewidują po kilku latach ich obowiązywania konieczność przygotowania przez Komisję Europejską sprawozdania dotyczącego ich stosowania oraz, w stosownym przypadkach, wniosków ustawodawczych dotyczących ich zmiany. Taka ocena skutków regulacji dokonana po kilku latach ich stosowania pozwala zweryfikować, jak dane przepisy funkcjonują w praktyce i jak przyczyniają się do osiągnięcia założonego przez ustawodawcę celu.

Mając powyższe na uwadze, SEG wnosi o zainicjowanie przez Pełnomocnika stosownego procesu legislacyjnego, który zmierzałby do wprowadzenia analogicznych zasad w przypadku prawodawstwa polskiego. Powyższe byłoby zbieżne z przewidzianym w SRRK działaniem nr 37, polegającym na wypracowaniu kodeksu dobrych praktyk w zakresie m. in. zachowania zasady proporcjonalności w krajowych regulacjach. Konieczność przygotowania sprawozdania ze stosowania przepisów polskich przyczyniłaby się do weryfikacji, czy polski rynek kapitałowy nie jest przeregulowany. Taka ocena skutków regulacji dokonana po kilku latach ich stosowania pozwoliłaby na wyeliminowanie przepisów, które są uciążliwe dla ich adresatów, a które nie niosą za sobą wartości dodanej w realizacji założonych celów.

- Krajowy proces legislacyjny prowadzony jest zgodnie z zasadami przewidzianymi w uchwale Nr 190 Rady Ministrów z dnia 29 października 2013 r. Regulamin pracy Rady Ministrów. Uchwała ta przewiduje udział organizacji społecznych w tym procesie na etapie konsultacji publicznych
- Jednym z dokumentów dołączanych do projektu regulacji prawnej jest Ocena Skutków Regulacji. W dokumencie tym należy podać w jaki sposób i kiedy nastąpi ewaluacja efektów projektu oraz jakie mierniki zostaną zastosowane. Podmioty uczestniczące w procesie konsultacji publicznych mają możliwość wnioskowania o wskazanie w tym dokumencie daty ewaluacji wdrażanych regulacji

		<p>SEG chciałoby zwrócić uwagę, że w przyjętej praktyce legislacyjnej polskiego rynku kapitałowego poszczególne regulacje przygotowywane są przez Ministerstwo Finansów we współpracy z UKNF. Organizacje zrzeszające uczestników rynku są włączane w ten proces dopiero na etapie weryfikacji poprawności zaproponowanych przez te organy przepisów prawa, nie do końca rozumiejąc istotę tych przepisów, często mając krótki czas na zgłaszanie uwag. W opinii SEG włączenie organizacji zrzeszających uczestników polskiego rynku kapitałowego na etapie tworzenia koncepcji przepisów, a nie weryfikacji poprawności ich zapisania przyczyniłoby się wypracowania rozwiązań bardziej doskonałych, o większej akceptowalności przez rynek i prawdopodobnie przyspieszyłoby proces legislacyjny.</p> <p>W związku z powyższym SEG wnosi o wsparcie Pełnomocnika w zakresie zmiany przyjętej praktyki legislacyjnej poprzez włączenie przedstawicieli rynku w proces tworzenia prawa na wcześniejszym etapie. Powyższe byłoby wykonaniem przewidzianych w SRRK działań nr 8 i 33, polegających na dbaniu o stabilność i przewidywalność regulacji oraz wdrażaniu przepisów unijnych dotyczących rynku kapitałowego tak, aby pozostawić uczestnikom rynku wystarczający czas na dostosowanie się do tych regulacji.</p>	
--	--	---	--

Uwagi ZBP

1.	Wybrane wymogi ustanowione w Rekomendacji A Komisji Nadzoru	a) Warto się zastanowić nad koniecznością prezentowania klientom scenariuszy działania i rozliczania transakcji wraz z opisem ryzyka zgodnie z Rekomendacją A– w bardzo dużym stopniu to powielenie informacji,	Przedstawione problemy nie stanowią gold-platingu. W ramach sprawowanego nadzoru KNF ma prawo do wydawania rekomendacji, zaleceń
----	--	---	---

	Finansowego wobec przepisów prawa UE	<p>które klient otrzymuje lub ma swobodny dostęp (i jest informowany o ew. zmianach) w ramach KID (Key Information Document) w ramach rozporządzenia PRIIP, którego zakres jest też rozciągnięty na transakcje pochodne zawierane na rynku OTC. Zwracamy uwagę na poniższy fragment Rekomendacji A:</p> <p>2.1. Wymiana informacji z klientem oraz bankami</p> <p>W ramach kontaktów z klientami konieczne jest jasne i rzetelne poinformowanie ich o konsekwencjach zawierania transakcji pochodnych. Jest to szczególnie ważne przed zawarciem takiej transakcji.</p> <p>a) Konieczne jest zapewnienie klientowi takiego sposobu informowania, aby miał on pełną i aktualną wiedzę o istotnych zmianach wartości nabytego instrumentu pochodnego, również w odniesieniu do zmian wartości pozycji zabezpieczanych:</p> <ul style="list-style-type: none">-zalecane jest przedstawienie klientom symulacji wpływu różnokierunkowych zmian ceny instrumentu bazowego na ich zobowiązania wobec banku;-w przypadku klientów zabezpieczających swoje pozycje walutowe powstałe w wyniku prowadzonej przez nich działalności, należy przeprowadzić łączną symulację wpływu zmian ceny instrumentu bazowego zarówno dla instrumentu pochodnego, jak i pozycji zabezpieczanej;-rekomenduje się okresowe przekazywanie klientom informacji odnośnie bieżącego poziomu wyceny posiadanych instrumentów pochodnych, jak również informowanie o poziomie przyznanego i wykorzystanego limitu na transakcje tymi instrumentami;	czy wyjaśnień. Działania te mają charakter tzw. „miękkiego prawa”.
--	---	---	---

Brak jest uzasadnienia do przekazywania dodatkowych informacji ponad to co znajduje się w KID regulowanych rozporządzeniem PRIIPS, które wymaga przekazywania informacji o ryzyku oraz scenariuszach zmian zobowiązań w ściśle określony sposób. Przytoczone wyżej postanowienia Rekomendacji A KNF powodują, że oprócz KID klientowi należy przekazać odrębne zestawienia dot. ryzyka oraz scenariuszy zmian wyceny instrumentu, gdyż KID nie dopuszcza możliwości przedstawiania ich w sposób określony w Rekomendacji A.

Przytoczone postanowienia powodują także szereg wątpliwości interpretacyjnych, np. interpretacja, że intencją było stosowanie postanowienia o łącznej symulacji zmian dla pozycji zabezpieczanej i zabezpieczającej nie tylko do instrumentów walutowych lecz także do instrumentów na stopę procentową. Dodatkowo, zgodnie z Rozporządzeniem EMIR, konieczne jest uzgadnianie portfela nierozliczonych transakcji. Tym samym zapisy o przekazywaniu bieżącej wyceny dublują zapisy EMIR. Dodatkowo Rekomendacja wymaga przekazywania informacji o wykorzystanym limicie, co nie znajduje odzwierciedlenia w regulacjach EMIR. Brak precyzji w tym zakresie powoduje, że nie wiadomo z jaką częstotliwością i kiedy należy przekazywać klientom wyceny i czy uzgodnienie portfela w oparciu o przepisy EMIR wypełni wymogi Rekomendacji A w tym zakresie. Powyższe postanowienia powodują, że w Polsce klient otrzymuje znacznie więcej informacji niż wynika to z rozporządzeń UE, przez co przekazywane informacje są rozbieżne i mało czytelne dla klienta a ich ilość powoduje, że klient przestaje się z nimi zapoznawać co de facto prowadzi do spadku poziomu ochrony klienta.

b) Kolejne zapisy dotyczące wymiany informacji pomiędzy bankami budzą zastrzeżenia związane z ujawnianiem informacji oraz możliwościami wymiany takich informacji pomiędzy bankami. Czy przed każdą transakcją pochodną z klientem bank ma się zwracać do innych banków jaką ekspozycję klient ma w tych bankach w zakresie instrumentów pochodnych (zapytanie do kilkudziesięciu banków polskich czy może także w UE albo na świecie?). Zapisy są de facto niemożliwe do stosowania i znacznie utrudniają działalność banków na polu transakcji pochodnych realizowanych z klientami.

Rekomendacja A str. 24-25: d) Należy zapewnić szybki i efektywny przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi bankami na temat transakcji instrumentami pochodnymi zawieranymi przez klientów banków poprzez uczestnictwo w międzybankowych systemach wymiany informacji o transakcjach na instrumentach pochodnych. Zakres wymienianych informacji powinien pozwolić na szybszą identyfikację potencjalnych obszarów ryzyka związanych z transakcjami na instrumentach pochodnych: -w dokumentacji regulującej kontakty pomiędzy bankiem a klientem powinna zostać zawarta informacja dla klienta na temat prawa banku do przekazywania informacji o ekspozycjach klienta, na żądanie innych banków, z którymi klient ma zawarte umowy, oraz prawa tych banków do weryfikacji otrzymanych danych, w trybie art. 105 ust. 1 pkt 1 oraz art. 105 ust 4 ustawy Prawo bankowe; -bank powinien bez zbędnej zwłoki przekazać innym bankom, z którymi dany klient ma zawarte umowy, których przedmiotem są instrumenty pochodne, informacje o podstawowych przypadkach naruszenia (tj. braku płatności, braku ustanowienia zabezpieczenia, zajęcia rachunku przez organ

		<p>egzekucyjny – definiowanych zgodnie z procedurami funkcjonującymi w danym banku). Poza tym, bank może przekazywać tym bankom informacje o innych przypadkach naruszenia, wskazując ich rodzaj.</p>	
2.	<p>Krajowa implementacja przepisów dotyczących tzw. „zachęt”</p>	<p>W naszej opinii do gold-plantingu doszło w związku implementacją do krajowego porządku prawnego systemu tzw. „zachęt”. System zachęt jest dosyć dobrze opisany w dyrektywie MiFID 2 oraz w rozporządzeniach delegowanych (w szczególności 2017/593 z dnia 7 kwietnia 2016 roku). W Polsce, system zachęt doczekał się rozwinięcia m.in. w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, ustawie o funduszach inwestycyjnych, rozporządzeniu ministra finansów w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych. Dodatkowo, idee opisane w tych przepisach zostały rozwinięte i uszczegółowione w 3 stanowiskach Komisji Nadzoru Finansowego.</p> <p>Wydaje się, że przepisy te są daleko wykraczające poza materię uregulowaną przez prawodawcę europejskiego i jako takie, wprowadzają konfuzję pośród uczestników lokalnego rynku, dodatkowo wpływając negatywnie na pozycję konkurencyjną podmiotów krajowych w stosunku do podmiotów z innych krajów członkowskich, w których taki domiar regulacyjny z tego zakresu nie został wprowadzony.</p> <p>Szczególną uwagę chcielibyśmy zwrócić na nadmiarowe rozwiązania zaproponowane w art. 32b ust. 2-4 ustawy o funduszach inwestycyjnych. Ukształtowane tam obowiązki obligują dystrybutorów funduszy do przedstawiania wykazu czynności mających na celu poprawienie jakości świadczonych usług i dokumentów potwierdzających poniesione z tego tytułu koszty, natomiast fundusze obligują do przeprowadzenia weryfikacji zasadność ich dokonania i potwierdzenia na podstawie informacji i dokumentów przekazanych towarzystwu. Tak ukształtowane obowiązki postrzegamy jako nadmiarowe wobec wymogów określonych w MIFID</p>	<p>Przedstawiony problem nie stanowi gold-platingu, gdyż dotyczy rozwiązań stricte krajowych, wynikających z zaobserwowanych nieprawidłowości na rynku funduszy inwestycyjnych.</p> <p>Niezależnie od powyższego odpowiednie zmiany w przedmiotowym zakresie rozważane są w ramach projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku.</p>

