

Sprawozdanie z realizacji Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego

I. Wstęp

Przyjęta przez rząd w dniu 14 lutego 2017 r. *Strategia na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju do roku 2020 z perspektywą do roku 2030* (SOR) zobowiązała ministra właściwego ds. instytucji finansowych do opracowania kompleksowej Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (SRRK).¹

Prace nad SRRK toczyły się w Ministerstwie Finansów w latach 2017-2019. Dokument przygotowano we współpracy z Europejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju (EBOiR) i wyłonionym przez EBOiR zespołem zewnętrznych konsultantów, a także przy szerokim zaangażowaniu wszystkich interesariuszy polskiego rynku kapitałowego. Projekt został sporządzony z wykorzystaniem środków Komisji Europejskiej z Programu Wspierania Reform Strukturalnych (ang. *Structural Reform Support Programme*) w ramach działu Unia Rynków Kapitałowych.

SRRK została przyjęta przez Radę Ministrów uchwałą nr 114 z dnia 1 października 2019 r.² Strategia jest jednym z pierwszych tak szczegółowych i kompleksowych planów rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Objęła ona lata 2019–2023 i jej zamiarem jest istotne podniesienie konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego.

Dążąc do stworzenia bardziej rozwiniętego, dynamicznego i konkurencyjnego na międzynarodowym poziomie rynku kapitałowego, SRRK opiera się na następujących zasadach, które przyświecały jej wdrażaniu:

- wzmacnianie zaufania do rynku;
- silna ochrona inwestorów indywidualnych;
- stabilność otoczenia regulacyjnego i nadzorczego;
- wykorzystywanie konkurencyjnych nowych technologii;
- promowanie zrównoważonego finansowania.

Cele ogólne określone w Strategii dotyczą zwiększenia skali pozyskiwania przez przedsiębiorstwa kapitału na rynku kapitałowym, zwiększenia płynności polskiego rynku kapitałowego, zwiększenia efektywności instytucji pośredniczących, zwiększenia udziału oszczędności w gospodarce, bardziej efektywnych procedur administracyjnych.

Jednocześnie, w SRRK wskazanych zostało 90 działań szczegółowych, które powinny zostać podjęte w celu przewyciężenia wskazywanych przez podmioty rynku barier i tym samym przyczynienia się do rozwoju polskiego rynku kapitałowego.

II. Podsumowanie realizacji celów ogólnych SRRK

W latach 2019-2023 przypadających na okres realizacji Strategii, polski rynek kapitałowy utrzymał pozycję regionalnego lidera w Europie Środkowo-Wschodniej. Przy kapitalizacji na poziomie €165 mld (stan na sierpień 2023), polska giełda znacznie wyprzedza pod tym kątem Austrię (€119 mld), Czechy (€32 mld), Rumunię (€41 mld), czy Węgry (€29 mld)³. Podobnie, obroty na GPW w okresie styczeń-sierpień 2023 r. na poziomie €38 mld przewyższały o ponad 106% giełdę austriacką (€19 mld) i

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

² Monitor Polski - rok 2019 poz. 1027.

³ Federation of European Securities Exchanges (FESE). Dostęp: <https://www.fese.eu/statistics/>

zostawiły daleko w tyle innych konkurentów. Co istotne, 47 spośród notowanych na GPW spółek to podmioty zagraniczne, co oznacza że giełda warszawska pozostaje atrakcyjnym miejscem nie tylko dla lokalnych emitentów.⁴ W roku 2021, Polska była też główną beneficjentką funduszy *venture capital* (VC) i *private equity* (PE) w regionie – 1/3 wszystkich funduszy płynących do Europy Środkowo-Wschodniej trafiła do Polski – a w 2022 utrzymała miejsce na podium za Czechami i Estonią.⁵ Dzięki tym solidnym fundamentom, polski rynek był dobrze przygotowany do podejmowania inicjatyw o charakterze regionalnym, takich jak rozpoczęcie budowy w Polsce regionalnego centrum zrównoważonych finansów czy udział w inicjatywie giełd Trójmorza.

W powyższym okresie, Giełda Papierów Wartościowych utrzymywała relatywnie wysoki poziom obrotów, co przełożyło się na zmniejszenie (medianowych) spreadów. Jednocześnie, choć miary kapitalizacji spółek notowanych na GPW do PKB oraz wartości IPO pozostają na niższych niż pożądane przez interesariuszy rynku kapitałowego poziomach, to warto wskazać, że miniony okres pandemii i związanych z nią zawirowań gospodarczych spowodował istotne wahania powyższych wskaźników, uniemożliwiając jednoznaczną ocenę sytuacji. Na przykład, poziom kapitalizacji GPW do PKB spadał od 2018 roku, aby w 2021 znów wzrosnąć do 27% a następnie zmniejszyć się do 19%.

Podobnie, stopa oszczędności społeczeństwa wzrastała dynamicznie od 2018 roku, aby w pandemicznym roku 2021 spaść do 2,77% z 11,28% w roku 2020. Jednocześnie, aktywa finansowe gospodarstw domowych rosły systematycznie od 2018 roku do 2,8 bln PLN w 2022 roku. Tym niemniej, jednocześnie rósł udział w oszczędnościach gotówki i depozytów, co oznacza że oszczędności społeczeństwa rzadziej niż można byłoby sobie tego życzyć trafiały na rynek kapitałowy.

Z kolei w kontekście sposobów i źródeł finansowania przedsiębiorstw, warto wskazać, iż nie tylko w Polsce, poziom finansowania pozyskiwanego poprzez rynek akcji jest w znacznym stopniu skorelowany z poziomem stóp procentowych i poziomem apetytu na ryzyko (optymizmu) inwestorów. Niski koszt kredytu bankowego w ostatnich kilkunastu latach i wysoki poziom niepewności będący następstwem niepewności popandemicznej, nie sprzyjały nowym ofertom publicznym.

W kontekście wspomnianej sytuacji gospodarczej i naturalnych konsekwencji cyklu koniunkturalnego wydaje się, że walor poznawczy wskaźników, takich jak kapitalizacja rynku w odniesieniu do PKB czy też stopa oszczędności społeczeństwa, w kontekście krótkoterminowej oceny kondycji rynku kapitałowego jest istotnie ograniczony.

Najistotniejsze znaczenie dla przyszłości i rozwoju polskiego rynku kapitałowego będą miały podjęte działania długoterminowe, nakierowane na systematyczną zmianę oszczędności społeczeństwa na inwestycje, takie jak funkcjonujące od 2019 roku Pracownicze Plany Kapitałowe czy rozwój oferty instrumentów finansowych, zarówno na tradycyjnych rynkach akcji jak i obligacji, w tym produktów skarbowych, jak i funduszy inwestycyjnych, w szczególności służących pasywnemu inwestowaniu takich jak pasywne fundusze ETF.

Drzemiący w tych inicjatywach potencjał nie zostałyby jednak w pełni wykorzystany bez innych określonych w SRRK działań sprzyjających wzrostowi zaufania do rynku, takich jak istotne wzmocnienie organu nadzoru, wspieranie kształtowania się wysokich standardów wśród instytucji finansowych oraz zwiększanie transparentności na rynku. Kluczowym elementem pozostaje także systematyczny monitoring poziomu kosztów na polskim rynku kapitałowym, ponoszonych przez inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, a także emitentów.

⁴ Dane GPW. Dostęp: [Główny Rynek GPW - Statystyki GPW](#)

⁵ Central and Eastern Europe Statistics 2022, Invest Europe 2023. Dostęp: [Annual activity statistics | Invest Europe](#)

Dla dalszego rozwoju polskiego rynku kapitałowego istotne będą ponadto liczne zmiany określone i zrealizowane zgodnie z SRRK, które w najbliższych latach umożliwią polskiemu rynkowi wkroczenie na nowy, wyższy etap rozwoju. Te mikro-reformy w dłuższym okresie przełożą się na makro-efekt.

SRRK stanowiła ponadto bodziec do podjęcia przez Ministerstwo Finansów i KNF szeregu prac analitycznych pozwalających myśleć o dalszych inicjatywach prorozwojowych. Ewolucję rozwoju polskiego rynku kapitałowego w przyszłości umożliwiała uruchomiony przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego interaktywny raport obejmujący okres od 2010 do 2022 roku,⁶ z intencją regularnego uzupełniania w przyszłych latach.

III. Sprawozdanie szczegółowe z realizacji poszczególnych działań określonych w SRRK

1. *Powołanie Pełnomocnika Ministra Finansów, Inwestycji i Rozwoju ds. wdrożenia SRRK odpowiedzialnego za implementację rozwiązań przewidzianych w Strategii*

Stanowisko Pełnomocnika ds. Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego zostało utworzone zarządzeniem Ministra Finansów, Funduszy i Rozwoju Regionalnego z dnia 5 marca 2020 r. w sprawie Pełnomocnika Ministra Finansów ds. Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego.⁷ Od 6 marca 2020 r. do 28 lutego 2021 r. funkcję tę pełnił Antoni Repa. Od dnia 1 kwietnia 2021 r. funkcję tę pełni Katarzyna Szwarc.

STATUS: ZREALIZOWANE

2. *Utworzenie w strukturach Ministerstwa Finansów zespołu ds. zarządzania projektem SRRK*

Zgodnie z zarządzeniem Ministra Finansów w sprawie Pełnomocnika Ministra Finansów ds. Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, zespołem obsługującym Pełnomocnika ds. SRRK w zakresie zarządzania projektem jest Departament Rozwoju Rynku Finansowego (FN). Jednocześnie, wszystkie komórki organizacyjne Ministerstwa Finansów zostały zobowiązane do współpracy z Pełnomocnikiem ds. SRRK.

STATUS: ZREALIZOWANE

3. *Sporządzanie kwartalnych raportów na temat postępów we wdrażaniu SRRK prezentowanych na posiedzeniach Rady Rozwoju Rynku Finansowego*

W celu zapewnienie większej transparentności i aktualności informacji na temat działań podejmowanych przez Pełnomocnika ds. SRRK w zakresie realizacji Strategii, w dniu 24 czerwca 2021 r. utworzony został powszechnie dostępny *Monitor Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego*. Informacje na temat działań Pełnomocnika ds. SRRK i postępach w realizacji Strategii podawane są do wiadomości publicznej na bieżąco. Monitor SRRK dostępny jest na stronie internetowej Ministerstwa Finansów na [Monitor SRRK - Ministerstwo Finansów - Portal Gov.pl \(www.gov.pl\)](http://www.gov.pl).

STATUS: ZREALIZOWANE

⁶ [Raport o rozwoju rynku kapitałowego w Polsce](#), UKNF 2023.

⁷ Dz. U. Ministra Finansów z dnia 5 marca 2020 r., poz. 29.

4. *Zawarcie porozumienia pomiędzy MF, NBP i KNF w celu spójnej implementacji rozwiązań przewidzianych w SRRK*

Kluczowymi instytucjami administracji publicznej, z punktu widzenia realizacji SRRK, są Ministerstwo Finansów (MF) oraz Komisja Nadzoru Finansowego (KNF). MF i KNF są bezpośrednio odpowiedzialne za realizację istotnej części celów szczegółowych przewidzianych w załączniku do Strategii. Z uwagi na brak bezpośredniego zaangażowania Narodowego Banku Polskiego w implementacji rozwiązań przewidzianych w SRRK, odstąpiono od realizacji tego działania.

STATUS: NIEZREALIZOWANE

5. *Utworzenie grupy roboczej przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego do spraw wdrożenia rozwiązań przewidzianych w SRRK*

Grupa robocza przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego (RRRF) do spraw implementacji SRRK została powołana poprzez zaproszenie instytucji-członków RRRF do zgłaszania zainteresowania udziałem w pracach.⁸ Grupa pracowała w podziale na podgrupy dedykowane konkretnym obszarom SRRK, w szczególności do spraw:

- Gold-platingu,
- Funduszy inwestycyjnych,
- Współpracy międzynarodowej,
- Edukacji finansowej,
- Zrównoważonych finansów,
- Kosztów rynkowych.

W toku prac podgrup roboczych, do udziału zapraszane były *ad hoc* osoby posiadające wiedzę ekspercką odnośnie omawianych tematów, zgodnie z rekomendacjami członków podgrup.

W związku z rozpoczęciem projektu przygotowania Mapy Drogowej dla Rozwoju Zrównoważonych Finansów w Polsce, podgrupa ds. zrównoważonych finansów została od listopada 2022 r. zakończona. Zamiast niej, rozpoczęły działalność Platforma Zrównoważonych Finansów oraz powoływane przez nią grupy robocze (więcej na ten temat w punkcie 88 niniejszego Sprawozdania).

Ponadto, w listopadzie 2019 r. wznowiono prace Zespołu ds. rozwoju innowacji finansowych FinTech przy Urzędzie Komisji Nadzoru Finansowego. W prace Zespołu zaangażowanych było ponad 40 podmiotów - przede wszystkim instytucji publicznych i organizacji branżowych, a UKNF pełnił funkcję koordynatora tego Zespołu. W kwietniu 2021 r. UKNF opublikował Raport z prac Zespołu ds. rozwoju innowacji finansowych FinTech obejmujący listę 193 barier w rozwoju innowacji finansowych w Polsce, wraz z opisem podjętych inicjatyw i rekomendacjami. Szereg spośród zdiagnozowanych barier dotyczy rynku kapitałowego (wypracowanych w szczególności w ramach podgrupy kapitałowej).

Od lutego 2023 r. zostały uruchomione przez UKNF kolejne prace nad innowacjami na rynku finansowym. Służą one zidentyfikowaniu nowych barier, które do tej pory nie występowały m.in. ze względu na zmiany technologiczne (tak jak w przypadku sztucznej inteligencji i chmury obliczeniowej) lub projektowane zmiany legislacyjne. UKNF przeprowadził ankietę wśród

⁸ Protokół z posiedzenia Rady Rozwoju Rynku Finansowego w dniu 2 czerwca 2020 r.

przedstawiciele instytucji finansowych dotyczącą występujących na rynku finansowym barier, następnie odbyły się dwa spotkania podsumowujące i omawiające wyniki nadesłanych odpowiedzi. Zostało opracowane zestawienie wszystkich barier wskazanych przez uczestników Zespołu roboczego wraz z propozycjami ich zniwelowania. Zebrane bariery są obecnie konsultowane z organami administracji publicznej w zakresie ich właściwości.

STATUS: ZREALIZOWANE

6. *Pozyskanie dla krajowego rynku kapitałowego Polaków pracujących za granicą w największych firmach finansowych, konsultingowych, informatycznych i FinTech*

Działanie to zostało zrealizowane w zakresie szerszym niż określone w SRRK. Podczas, gdy Strategia zakładała jedynie pozyskiwanie zagranicznych ekspertów do pracy przy implementacji SRRK w ramach grup roboczych, Ministerstwo Finansów podjęło szeroką, dwutorową inicjatywę mającą na celu zachęcanie Polek i Polaków pracujących w instytucjach finansowych za granicą, do powrotu do kraju i kontynuowania kariery na rynku finansowym w Polsce.

Po pierwsze, wprowadzona została zachęta podatkowa, dedykowana osobom mieszkającym zagranicą, które zdecydują się przenieść rezydencję podatkową do Polski. Tzw. **ulga na powrót** została wprowadzona przepisami *ustawy o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz niektórych innych ustaw (dodany pkt 152 w art. 21 ust. 1 ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych)*.⁹ Ulga ta obowiązuje od 1 stycznia 2022 r. i dedykowana jest osobom które przez minimum 3 lata mieszkały i pracowały za granicą i które decydują się na powrót i zmianę rezydencji podatkowej na polską. W wyniku jej działania, przez 4 lata od powrotu do Polski dochody tych osób z tytułu stosunku pracy, umów zlecenia czy pozarolniczej działalności gospodarczej nie będą obciążone podatkiem dochodowym do kwoty 85 528 zł. Ulga jest zachętą dla Polaków przebywających zagranicą – w tym w wiodących centrach finansowych – do powrotu do Polski.

Po drugie, podjęte zostały szerokie **działania promocyjne na rzecz powrotu do kraju, wśród Polaków pracujących na największym w Europie rynku finansowym w londyńskim City**. W ramach konferencji *Polish Capital Market Development Days*, która odbyła się w dniach 14-15 marca 2023 w Londynie, odbyło się we współpracy z Bloomberg LP, spotkanie Ministerstwa Finansów z szeroką reprezentacją Polek i Polaków pracujących w londyńskich instytucjach finansowych i FinTech'ach. W spotkaniu wzięli udział Wiceminister Finansów, Pełnomocniczka Ministra Finansów ds. SRRK, a także Prezes Giełdy Papierów Wartościowych i Dyrektor Biura Maklerskiego PKO BP. Celem spotkania było przedstawienie uczestnikom dedykowanych im ulg podatkowych i prowadzonych przez MF projektów na rzecz rozwoju polskiego rynku finansowego. Ponadto, uczestnicy mieli możliwość przedstawienia własnych pomysłów na zachęcanie Polek i Polaków pracujących w City do powrotu do Polski.

Działania na rzecz mobilizacji polskiej młodzieży i doświadczonych profesjonalistów prowadzone są także na bieżąco przez polską placówkę dyplomatyczną w Londynie. Przykładem takich przedsięwzięć, obok stałego kontaktu placówki z Polonią gospodarczą i

⁹ Ustawa z dnia 29 października 2021 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz niektórych innych ustaw. Dz. U. z 23 listopada 2021 r., poz. 2105.

studentami, są cyklicznie organizowane przez Ambasadę RP spotkania dla przedstawicieli najważniejszych instytucji finansowych w Londynie. Adresatami tych działań są zarówno młodzi profesjonaliści, jak i osoby na stanowiskach dyrektorskich, które w przyszłości mogą mieć realny wpływ na budowę silnych instytucji finansowych w Polsce.

Jednocześnie, kontynuowany był uruchomiony w roku 2015 przez Fundację Giełdy Papierów Wartościowych **program Go4Poland**, którego celem jest zachęcanie Polek i Polaków studiujących za granicą i zainteresowanych pracą na rynku finansowym do rozwoju swojej kariery w Polsce. Uczestnikami Programu są studenci zagranicznych uczelni oraz reprezentanci Polonii. Do Programu mogą przystępować osoby, które nie ukończyły 26 lat. Co roku do programu „Go4Poland – wybierz Polskę!” zgłasza się około 100 nowych uczestników, a łączna ich liczba w dotychczasowych ośmiu edycjach to prawie 900 osób. Rejestracja do tej inicjatywy jest ciągła, co oznacza, że uczestnik może dołączyć na dowolnym etapie trwania danej edycji. Uczestnicy Go4Poland mogą wziąć udział w następujących elementach programu: stażach zawodowych i warsztatach w firmach partnerskich, *mentoringu* oraz Letniej Szkole Go4Poland przeznaczonej dla 25 najlepszych laureatów Programu.

Ponadto uczestnicy oraz alumni Programu mają możliwość wzięcia udziału w konferencji „Twoja kariera – Kierunek Polska!” promującej Polskę jako atrakcyjne miejsce do budowania kariery zawodowej tuż po zdobyciu wykształcenia na zagranicznych uczelniach.

Program ciągle ewoluuje i jest uzupełniany o elementy wskazywane za potrzebne przez samych uczestników. Od 1 września 2023 r. został udostępniony panel alumnów Go4Poland, który będzie służył uczestnikom kolejnych edycji programu. W ramach tej aktywności co roku planowane są min. warsztaty kompetencyjne dla alumnów, spotkania *networkingowe* w siedzibie GPW oraz spotkania online.

Inicjatywa ma pozytywny wpływ - udostępnia Polakom studiującym za granicą dedykowaną platformę, która daje im możliwość odbycia stażu w branży i instytucji partnerskiej, którą są zainteresowani pod kątem przyszłego zatrudnienia, jak również, co jest kluczowe dla samych uczestników, daje możliwość integracji i *networkingu* z innymi Polakami studiującymi za granicą.

STATUS: ZREALIZOWANE

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

Zasadność powołania wspólnego biura w Brukseli zajmującego się lobbowaniem w kluczowych instytucjach unijnych została szczegółowo rozważona w ramach prac podgrupy RRRF ds. współpracy międzynarodowej. Przedstawiciele izb zrzeszających uczestników rynku kapitałowego w Polsce zgodnie stwierdzili, że z uwagi na często konkurencyjne interesy i stanowiska wobec inicjatyw unijnych, nie jest wskazane utworzenie jednego, wspólnego biura. Ponadto, ze względu na wysokie koszty, niektóre izby nie mają możliwości utrzymywania stałego przedstawiciela w Brukseli.

Obecnie, swoich stałych przedstawicieli w Brukseli posiadają Związek Banków Polskich oraz Polska Izba Ubezpieczeń. Ponadto, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych oraz Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, a także Giełda Papierów Wartościowych i Krajowy

Depozyt Papierów Wartościowych przystąpiły do paneuropejskich organizacji lobbujących na rzecz sektorów na forum unijnym.

Jednocześnie, w 2019 r. przy wsparciu organizacyjnym rządu RP, w Brukseli powołana została organizacja pracodawców *Business & Science Poland*. Jej celem jest oferowanie członkom narzędzi do wpływania na unijne środowisko legislacyjne oraz budowanie skutecznych koalicji wspierających interesy polskiego przemysłu i nauki. Możliwości i zasady członkostwa w BSP zostały zaprezentowane członkom podgrupy roboczej RRRF ds. współpracy międzynarodowej.

STATUS: ZREALIZOWANE

8. Dbanie o stabilność i przewidywalność regulacji.

Znaczna większość regulacji z zakresu rynku kapitałowego przyjmowanych w Polsce stanowią obecnie akty prawne wynikające z implementacji lub zapewnienia stosowania prawa Unii Europejskiej. Kwestie związane z rynkiem kapitałowym są obszarem wyjątkowo zharmonizowanym na szczeblu europejskim, poprzez inicjatywy takie jak Unia Rynków Kapitałowych czy Odnowiona Strategia Zrównoważonego Finansowania.

Krajowy regulator ma ograniczony wpływ na przewidywalność oraz częstotliwość wniosków legislacyjnych przedstawianych przez Komisję Europejską. W ramach krajowych procesów legislacyjnych Ministerstwo Finansów stara się ograniczać liczbę procedowanych aktów prawnych poprzez łączenie projektów wdrażających prawo europejskie do krajowego porządku prawnego.

Jednocześnie, Ministerstwo Finansów podejmuje działania na rzecz przybliżenia uczestnikom polskiego rynku kapitałowego mechanizmów funkcjonowania europejskich instytucji, w celu zapewnienia polskim instytucjom finansowym większego wpływu na stanowione prawo. Więcej na ten temat w punkcie 89 niniejszego Sprawozdania.

Niezależnie od prac nad realizacją SRRK, Ministerstwo Finansów będzie kontynuować te działania.

STATUS: ZREALIZOWANE

9. Zwiększenie odpowiedzialności pośredników w zakresie rekomendowanych inwestycji przez skuteczne środki egzekwowania prawa.

Niniejsze działanie zostało podjęte w sposób kompleksowy przez organ odpowiedzialny za egzekwowanie prawa rynku kapitałowego, czyli Komisję Nadzoru Finansowego. W lutym 2020 r. KNF wydała *Stanowisko w sprawie wybranych aspektów świadczenia przez firmy inwestycyjne oraz banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy usług doradztwa inwestycyjnego*,¹⁰ określające kompleksowo i szczegółowo sposób i formy przekazywania informacji o usługach i instrumentach finansowych oferowanych klientom przez podmioty będące adresatami stanowiska.

¹⁰ Stanowisko w sprawie wybranych aspektów świadczenia przez firmy inwestycyjne oraz banki, o których mowa w art. 70 ust. 2 Ustawy usług doradztwa inwestycyjnego, UKNF 2020. Dostęp: https://www.knf.gov.pl/dla_rynku/stanowiska/stanowiska_uknf_rynek_kapitalowy

STATUS: ZREALIZOWANE

10. Realizacja przez GPW w większym stopniu niż dotychczas uprawnień określonych w Regulaminie Giełdy dotyczących egzekwowania od spółek giełdowych przestrzegania zasad ładu korporacyjnego.

Realizacja przez Giełdę Papierów Wartościowych uprawnień w zakresie egzekwowania przez spółki publiczne zasad ładu korporacyjnego skoncentrowała się na następujących obszarach:

Aktualizacja obowiązujących zasad ładu korporacyjnego: 29 marca 2021 r. Rada Nadzorcza GPW przyjęła nowy zbiór zasad ładu korporacyjnego obowiązujący spółki giełdowe tj. *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2021 (DPSN2021)*,¹¹ będący wynikiem pracy Komitetu Konsultacyjnego GPW ds. Ładu Korporacyjnego. Projekt Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2021 został poddany publicznym konsultacjom pod koniec 2020 r. W konsultacjach wzięli udział przedstawiciele emitentów i inwestorów giełdowych, a także instytucje i stowarzyszenia obecne na rynku kapitałowym, środowiska naukowe i inne podmioty zainteresowane podnoszeniem jakości *corporate governance* w spółkach notowanych na GPW, w tym w spółkach z udziałem Skarbu Państwa. Konsultacjom towarzyszyła seria webinarów - spotkań z autorami projektu, skierowanych do szerokiego grona zainteresowanych osób i podmiotów. DPSN2021 stanowią bardziej zwięzły i przejrzysty, w porównaniu do poprzedniej wersji, zbiór zasad ładu korporacyjnego dla spółek giełdowych, uwzględniający aktualne trendy *corporate governance*.

Poprawa transparentności w zakresie przestrzegania zasad ładu korporacyjnego: w celu poprawy dostępności informacji na temat stosowania DPSN2021 przez spółki, w 2021 roku GPW uruchomiła narzędzie o nazwie *Skaner Dobrych Praktyk*, prezentujące w przejrzystej formie stan stosowania zasad ładu korporacyjnego przez poszczególne spółki notowane na Giełdzie. Zgodnie z doktryną *governance by transparency*, intencją uruchomienia Skanera jest ułatwienie, a tym samym wzmocnienie nadzoru sprawowanego przez wszystkich interesariuszy nad przestrzeganiem DPSN2021. Skaner zapewnia uczestnikom rynku dostęp do informacji o stanie stosowania Dobrych Praktyk dla wybranej spółki giełdowej, jak i przeglądanie statystyk stosowania zasad przez daną spółkę na tle danych wyliczanych dla indeksów czy sektorów, sortowanie spółek według wartości współczynnika zgodności w zakresie stosowania zasad, oraz analizę komentarzy publikowanych przez spółki giełdowe w odniesieniu do zasad niestosowanych (komentarze obowiązkowe) oraz do zasad stosowanych (komentarze dobrowolne). Skaner Dobrych Praktyk nie ma formy rankingu. Jest dostępny na [Główny Rynek GPW - Skaner Dobrych Praktyk](#)

Edukacja w zakresie zasad ładu korporacyjnego: GPW prowadzi również działania edukacyjne w zakresie popularyzacji idei ładu korporacyjnego oraz zasad dobrych praktyk obowiązujących spółki notowane na GPW. Wejściu w życie DPSN2021 towarzyszył cykl warsztatów przybliżających nowy zbiór dobrych praktyk. Ponadto, na stronach internetowych GPW zostały opublikowane *Wskazówki Komitetu ds. Ładu Korporacyjnego*¹² w zakresie stosowania zasad DPSN2021. Przygotowane w formule Q&A wskazówki pomagają w zrozumieniu intencji, którymi kierowali się autorzy Dobrych Praktyk przy formułowaniu konkretnych zasad, a także wskazują emitentom i inwestorom, jakie warunki muszą zostać spełnione by uznać daną

¹¹ Dobre Praktyki Spółek Notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych, 2021. Dostęp: [Główny Rynek GPW - Dobre Praktyki 2021](#)

¹² Wskazówki Komitetu ds. Ładu Korporacyjnego w zakresie stosowania zasad Dobrych Praktyk 2021. Dostęp: [Główny Rynek GPW - Wskazówki DPSN2021](#)

zasadę za stosowaną. W zakresie edukacji uczestników rynku w obszarze *corporate governance*, GPW współorganizuje cykliczny program wydarzeń prowadzonych w ramach przedsięwzięcia o charakterze edukacyjnym pn. *Forum Rad Nadzorczych*.

Ocena Dobrych Praktyk w związku z kwalifikacją do indeksu WIG-ESG: działaniem w zakresie monitorowania stosowania zasad ładu korporacyjnego jest także ocena Dobrych Praktyk danej spółki, tworzona na potrzeby kwalifikacji spółek do indeksu WIG-ESG i określania udziału spółek w portfelu tego indeksu. Indeks WIG-ESG jest publikowany od 3 września 2019 r. Ma on na celu pomiar wartości portfela spółek giełdowych, zakwalifikowanych do Indeksów WIG20 oraz mWIG40, zweryfikowanych z użyciem czynnika dostosowawczego, jakim jest ocena stopnia wypełniania w działalności zasad środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego (czynniki „ESG” – *Environmental, Social, Governance*). W ramach kwalifikacji do indeksu WIG-ESG GPW dokonuje zarówno statystycznej oceny zakresu stosowania Dobrych Praktyk, jak również weryfikacji zgodności ze stanem faktycznym informacji o stanie stosowania Dobrych Praktyk. W ramach tych działań GPW prowadzi ze spółkami korespondencję mającą na celu wyjaśnianie nieścisłości dotyczących stosowania zasad. Informacje na temat indeksu WIG-ESG publikowane są przez GPW Benchmark S.A.¹³

STATUS: ZREALIZOWANE

11. *Podjęcie przez Rząd działań zmierzających do tego, aby spółki z udziałem Skarbu Państwa notowane na GPW w jak największym stopniu stosowały zasady ładu korporacyjnego obowiązujące spółki giełdowe, zawarte w dokumencie „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016”.*

Wykonywanie (w imieniu Skarbu Państwa) praw z akcji w spółkach z udziałem Skarbu Państwa notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych leży w gestii Ministerstwa Aktywów Państwowych. Analiza stosowania zasad ładu korporacyjnego przez spółki publiczne wskazała, że zgodnie z informacjami przekazanymi przez emitentów na dzień 4 sierpnia 2023 r. średni ogólny współczynnik *comply*¹⁴ dla spółek z udziałem Skarbu Państwa wchodzących w skład indeksu WIG20¹⁵ jest nieznacznie wyższy (91,6%) niż dla pozostałych spółek z tej grupy (91,1%) (na podstawie 63 zasad określonych w dokumencie Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2021). W porównaniu do pozostałych emitentów z indeksu WIG20, współczynnik *comply* dla spółek z udziałem Skarbu Państwa jest wyższy od współczynnika dla pozostałych spółek z indeksu w przypadku 17 zasad, z kolei niższy w przypadku 13. W odniesieniu do 33 zasad współczynnik stosowania dla obu analizowanych grup spółek z WIG20 jest równy, przy czym dla 32 zasad wynosi 100% (32 zasady DPSN2021 są stosowane przez wszystkie spółki z WIG20). Szczegółowe informacje na temat stosowania poszczególnych DPSN2021 przez spółki publiczne z udziałem Skarbu Państwa, w tym na tle innych spółek publicznych, są dostępne w Skanerze Dobrych Praktyk GPW (więcej na ten temat w pkt 10 niniejszego Sprawozdania).

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

¹³ Dostęp: <https://gpwbenchmark.pl/karta-indeksu?isin=PL9999998955>

¹⁴ Współczynnik *comply*/zgodności – stosunek liczby zasad stosowanych do łącznej liczby zasad stosowanych i niestosowanych (udzielane przez emitentów odpowiedzi: „zasada nie dotyczy spółki” nie są brane pod uwagę przy wyliczaniu współczynnika zgodności)

¹⁵ W indeksie WIG20 znajduje się 8 spółek z udziałem Skarbu Państwa. Są to: Alior Bank S.A., Bank Polska Kasa Opieki S.A., Jastrzębska Spółka Węglowa S.A., KGHM Polska Miedź S.A., ORLEN S.A., PGE Polska Grupa Energetyczna S.A., Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A., Powszechny Zakład Ubezpieczeń S.A. Poza głównym indeksem giełdowym, jakim jest WIG20, na GPW notowanych jest jeszcze 9 spółek, nad którymi (bezpośrednio lub pośrednio) sprawuje kontrolę Skarb Państwa: Energa S.A., Grupa Azoty Zakłady Azotowe PUŁAWY S.A., Enea S.A., Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., Grupa Azoty S.A., PKP CARGO S.A., TAURON Polska Energia S.A., Grupa Azoty Zakłady Chemiczne Police S.A., Polski Holding Nieruchomości S.A.

12. *Wzmoczenie działań w zakresie edukacji na temat rynku finansowego – zarówno nieprofesjonalnych inwestorów, jak i potencjalnych emitentów – między innymi poprzez stworzenie Strategii Edukacji Finansowej.*

W celu wspierania edukacji finansowej w Polsce, powołana została Rada Edukacji Finansowej i Fundusz Edukacji Finansowej. Ponadto, zgodnie z celami SRRK, Ministerstwo Finansów wspólnie z innymi interesariuszami i uczestnikami rynku kapitałowego, opracowało Strategię Edukacji Finansowej.

Rada Edukacji Finansowej

Rada działa przy ministrze właściwym do spraw instytucji finansowych. Została powołana na podstawie *Ustawy z dnia 5 sierpnia 2015 r. o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego, o Rzeczniku Finansowym i o Funduszu Edukacji Finansowej*.¹⁶ Głównym zadaniem Rady jest wyznaczanie kierunków realizacji zadań finansowanych ze środków Funduszu Edukacji Finansowej i określanie szczegółów ich realizacji. Ponadto, Rada działa jako organ opiniodawczy i doradczy wobec Ministra Finansów. Rada działa na podstawie Regulaminu Rady Edukacji Finansowej wprowadzonego Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 14 lipca 2023 r. w sprawie Regulaminu Rady Edukacji Finansowej.¹⁷

Fundusz Edukacji Finansowej

Fundusz działa na podstawie *Ustawy z dnia 5 sierpnia 2015 r. o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego, o Rzeczniku Finansowym i o Funduszu Edukacji Finansowej*.¹⁸ W 2023 r. Fundusz został przekształcony w państwowy fundusz celowy, którego dysponentem jest Minister Finansów, a nie jak dotychczas – Rzecznik Finansowy. Zmiana ta pozwoliła na usprawnienie procesu wydatkowania środków z Funduszu oraz wzmocniła kontrolę Parlamentu nad tymi wydatkami. Środki Funduszu są przeznaczone na działania w zakresie edukacji finansowej, w tym realizację Strategii Edukacji Finansowej, organizowanie kampanii edukacyjnych i informacyjnych, a także wspieranie projektów edukacyjnych i promocyjnych z zakresu finansów i rynku finansowego.

Krajowa Strategia Edukacji Finansowej

Opracowanie projektu Krajowej Strategii Edukacji Finansowej trwało od października 2021 r. do kwietnia 2023 r. Wsparcie merytoryczne w tym zakresie zapewniła Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD).

Pierwszy etap projektu obejmował przegląd i analizę stanu edukacji finansowej w Polsce z określeniem potrzeb i głównych priorytetów. Analiza oparta była na badaniach publicznie dostępnych materiałów, danych dotyczących kompetencji finansowych (badaniu kompetencji finansowych wśród osób dorosłych OECD/INFE z 2020 r., ocenie kompetencji finansowych w ramach badania PISA, a także innych badaniach krajowych i kwestionariuszu przeprowadzonym wśród polskich instytucji i organizacji pozarządowych działających w obszarze edukacji finansowej. Zorganizowany został też warsztat dla przedstawicieli

¹⁶ Dz. U. z 2022 r. poz. 187, 1488, 2640 oraz z 2023 r. poz. 556.

¹⁷ Dz. U. 2023 r. poz. 1509.

¹⁸ Dz.U. 2015 poz. 1348.

zainteresowanych podmiotów. Zwieńczeniem pierwszego etapu jest raport „Znajomość zagadnień finansowych w Polsce: znaczenie, dane i oferta edukacyjna”.¹⁹

Drugi etap polegał na przygotowaniu projektu *Krajowej Strategii Edukacji Finansowej*. Przygotowany dokument wyznacza strategiczne cele i priorytetowe grupy docelowe. Zawiera propozycje mechanizmów zarządzania wdrażaniem Strategii oraz ról przypisanych poszczególnym interesariuszom. Projekt zawiera także pierwszy plan wdrażania Strategii. Kolejnym etapem jest przedłożenie projektu do przyjęcia przez Radę Ministrów. Dokument dostępny jest na [Polska ma projekt Krajowej Strategii Edukacji Finansowej - Ministerstwo Finansów - Portal Gov.pl \(www.gov.pl\)](https://www.gov.pl) W punktach 19 i 29 niniejszego Sprawozdania wskazano również inicjatywy edukacyjne prowadzone przez Urząd KNF.

STATUS: ZREALIZOWANE

13. Wdrożenie programów mających na celu przyciągnięcie na polski rynek finansowy oszczędności Polaków żyjących poza granicami Polski.

Działania Ministerstwa Finansów w obszarze przyciągania na polski rynek oszczędności osób żyjących poza granicami Polski skoncentrowały się na zachętach fiskalnych. W 2021 r. wprowadzono ulgę podatkową mającą na celu zachęcić majątne osoby fizyczne do przeniesienia rezydencji podatkowej do Polski. Tzw. ryczałt od przychodów zagranicznych został dodany (nowy rozdział 6b) do *Ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych*.²⁰

Preferencja przewiduje, że beneficjent może wybrać alternatywny sposób opodatkowania swoich przychodów uzyskiwanych poza Polską. Jeśli dokona takiego wyboru, podatek od jego zagranicznych przychodów ma charakter ryczałtowy i wynosi 200 000 zł rocznie, niezależnie od wysokości tych przychodów. Beneficjent jest również zobligowany corocznie dokonywać wydatków w wysokości 100 000 zł na wybrane cele społeczno-gospodarcze. W tym zakresie może wybrać m.in. nabycie udziałów (akcji) w alternatywnych spółkach inwestycyjnych. Skorzystanie przez podatników z zachęty może zatem przełożyć się pozytywnie na poziom inwestycji na polskim rynku kapitałowym.

Podstawowym warunkiem uzyskania prawa do zastosowania ryczałtu jest przeniesienie do Polski rezydencji podatkowej. Dodatkowo beneficjent nie może być polskim rezydentem podatkowym przez co najmniej pięć z sześciu lat podatkowych poprzedzających bezpośrednio rok podatkowy, w którym przenosi do polski swoją rezydencję podatkową. Ryczałt może być stosowany przez 10 lat podatkowych. Regulacja przewiduje również możliwość jego zastosowania na preferencyjnych warunkach do członków rodziny podatnika.

STATUS: ZREALIZOWANE

14. Rozważenie wprowadzenia wybranych nowych modeli produktów oszczędnościowych z bardzo prostą funkcjonalnością.

¹⁹ *Znajomość zagadnień finansowych w Polsce: znaczenie, dane i oferta edukacyjna*, OECD 2022. Dostęp: [Krajowa Strategia Edukacji Finansowej. Publikacja raportu „Znajomość zagadnień finansowych w Polsce – znaczenie, dane i oferta edukacyjna” – Rzecznik Finansowy \(rf.gov.pl\)](https://www.gov.pl)

²⁰ Ustawa z dnia 29 października 2021 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 2105, z późn. zm.)

Niniejsze działanie zostało umiejscowione w SRRK w kontekście zwiększania stopy oszczędności społeczeństwa. W momencie tworzenia Strategii, w roku 2018, stopa oszczędności w Polsce wynosiła 3,57% i była jedną z najniższych w Unii Europejskiej.²¹ W okresie realizacji SRRK, stopa oszczędności sukcesywnie wzrastała: w 2019 r. osiągnęła poziom 4,58%, a w 2020 r. poziom 11,28% co skorelowane było z trwaniem pandemii COVID-19. Z kolei, w 2021 roku, stopa oszczędności spadła do 2,77% co z kolei nastąpiło okresie wysokiej inflacji. To uniemożliwiło sformułowanie wniosków na temat skuteczności istniejących produktów i programów oszczędnościowych (w szczególności Indywidualne Konto Emerytalne – IKE, Indywidualne Konto Zabezpieczenia Emerytalnego – IKZE, Pracownicze Programy Emerytalne - PPE oraz Pracownicze Plany Kapitałowe – PPK).

W świetle powyższego, kluczowe inicjatywy skierowane były na rozwijanie istniejących produktów oraz rozbudowę ich funkcjonalności. W szczególności, zgodnie z przepisami *Ustawy z dnia 21 sierpnia 2023 r. o Centralnej Informacji Emerytalnej*²² w Polsce powstanie Centralna Informacja Emerytalna (CIE) gromadząca informacje o wszystkich produktach emerytalnych, z których korzysta oszczędzający, tj. ZUS, KRUS, PPK, PPE, IKE, IKZE i Otwarte Fundusze Emerytalne – OFE. CIE umożliwi sprawdzenie informacji o stanie oszczędności emerytalnych i wysokości przyszłego świadczenia emerytalnego na zasadzie *one stop shop*.

Wg danych Urzędu KNF przypadających na lata realizacji SRRK, liczba uczestników PPK i PPE wzrastała we wszystkich latach od 2019 do 2022 r., z kolei liczba uczestników IKE i IKZE spadła w roku 2020, w porównaniu do roku 2019, natomiast wzrastała w latach 2021-2022.²³

Jednocześnie, w związku z wejściem w życie rozporządzenia (UE) 2019/1238,²⁴ poprzez *Ustawę z dnia 7 lipca 2023 r. o ogólnoeuropejskim indywidualnym produkcie emerytalnym*²⁵ do polskiego porządku prawnego został wprowadzony Ogólnoeuropejski Indywidualny Produkt Emerytalny – OIPE. Ma on zapewnić obywatelom nowe możliwości oszczędzania na emeryturę, a jego największą wartością będzie możliwość inwestowania transgranicznego, a także przenoszenie go przy zmianie miejsca zamieszkania z jednego do innego państwa członkowskiego UE. Oszczędzanie i inwestowanie na rynku kapitałowym poprzez OIPE będzie zwolnione z podatku od zysków kapitałowych, a maksymalna opłata na rzecz instytucji zarządzającej wyniesie 1% aktywów. Z kolei limit wpłat do OIPE został ustalony na poziomie trzykrotności przeciętnego prognozowanego wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej na dany rok. Z produktu będą mogli korzystać oszczędzający od 16 roku życia, a środki będzie można wypłacić przed osiągnięciem wieku emerytalnego, przy jednoczesnej zapłacie należnego podatku od zysków kapitałowych.

STATUS: ZREALIZOWANE

15. *Promocja skarbowych produktów oszczędnościowych dystrybuowanych np. przez kanały mobilne, z prostą funkcjonalnością (możliwości zastosowania rozwiązań wykorzystujących technologię rozproszonego rejestru)*

²¹ Eurostat: [Statistics | Eurostat \(europa.eu\)](https://eurostat.ec.europa.eu/)

²² Dz.U.2023 poz. 1941.

²³ Informacja o stanie rynku emerytalnego w Polsce, UKNF.

²⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1238 z dnia 20 czerwca 2019 r. w sprawie ogólnoeuropejskiego indywidualnego produktu emerytalnego (OIPE), Dz.U.U.E.L.2019.198.1.

²⁵ Dz.U.2023 poz. 1843.

Analiza wartości sprzedażowych skarbowych produktów oszczędnościowych wskazuje, że instrumenty te cieszą się dużą popularnością wśród inwestorów detalicznych, w szczególności w okresach relatywnie wysokich stóp procentowych.

W 2022 roku sprzedano obligacje o łącznej wartości ponad 57 mld złotych - o 32% więcej niż w 2021 roku, gdy sprzedaż przekroczyła 43 mld zł. Sprzedaż w 2022 roku była o 101% wyższa w porównaniu do 2020 roku i o 230% w stosunku do 2019 roku. Wysokie wyniki sprzedażowe są realizowane również w 2023 r. W okresie od stycznia do lipca 2023 r. sprzedaż obligacji detalicznych wyniosła prawie 24 mld (42% poziomu sprzedaży z 2022 r.)

W 2022 roku najchętniej kupowane były obligacje 4-letnie (42%), których oprocentowanie w kolejnych okresach odsetkowych wyznaczone jest na podstawie wskaźnika inflacji, na drugim miejscu – obligacje roczne (22%). Trend ten utrzymuje się w 2023 r.

Powyższe dane wskazują, że dostępność kanałów dystrybucji nie stanowi istotnej bariery dla inwestycji w skarbowe produkty oszczędnościowe. Tym niemniej, w 2022 r. sieć sprzedaży obligacji oszczędnościowych została rozszerzona o dodatkowy podmiot - Bank Pekao S.A. (dotychczas sprzedaż prowadził jeden agent emisji - bank PKO BP S.A.). Poza stacjonarnymi kanałami sprzedaży nabywanie obligacji skarbowych jest teraz możliwe także poprzez kanały zdalne – bankowość internetową Pekao24 i aplikację mobilną PeoPay.

Jednocześnie, Ministerstwo Finansów skupiło się na rozwijaniu różnorodności oferty skarbowych produktów oszczędnościowych:

- **Obligacje premiowe (POS):** w marcu 2022 r. miała miejsce jednorazowa emisja obligacji premiowych. Są to instrumenty o stałym oprocentowaniu z premią możliwą do wygrania w drodze losowania.
- **Obligacje roczne oraz 2-letnie o zmiennym oprocentowaniu opartym o stopę referencyjną NBP:** których emisje zostały wprowadzone na stałe do oferty w czerwcu 2022. Konstrukcja ich oprocentowania zapewnia regularną comiesięczną wypłatę odsetek.

Z kolei, w sierpniu 2022 r., obligacje 3-letnie o oprocentowaniu zmiennym (TOZ) zostały zastąpione papierami trzyletnimi o oprocentowaniu stałym (TOS) w sierpniu 2022 r.

Tym samym, aktualnie w ofercie dostępnych jest sześć rodzajów obligacji oszczędnościowych o oprocentowaniu zmiennym, których kupony w kolejnych okresach odsetkowych dostosowują się do aktualnych warunków rynkowych: 1-roczne, 2-letnie, 4-letnie, 10-letnie oraz 6-letnie i 12-letnie (obligacje rodzinne), a także dwa rodzaje obligacji stałoprocentowych – 3-miesięczne oraz 3-letnie.

Szczegóły w zakresie planów dotyczących skarbowych produktów oszczędnościowych przeznaczonych dla inwestorów detalicznych określa *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych na latach 2023-2026 z września 2022 roku*.²⁶

Jednocześnie, działania na rzecz uruchomienia w przyszłości platformy obrotu papierami skarbowymi w postaci stokeniozwaney, w oparciu o technologię rozproszonego rejestru, podjęła GPW. W kolejnych latach należy dążyć do dalszego rozszerzenia dystrybucji na kolejne alternatywne kanały takie jak aplikacje mobilne.

²⁶ *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych na latach 2023-2026 z września 2022 roku*, wrzesień 2022 r. Dostęp: [Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2023-2026.pdf](#)

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

16. *Aktywny nadzór nad kosztami ponoszonymi przez inwestorów indywidualnych przy jednoczesnym uniemożliwieniu stosowania ukrytych (alternatywnych) opłat i prowizji oraz międzynarodowy benchmarking opłat.*

Realizacja niniejszego działania skoncentrowana była na opracowaniu standardów w zakresie informowania klientów firm inwestycyjnych o opłatach i kosztach usług. W marcu 2022 roku, Związek Banków Polskich oraz Izba Domów Maklerskich w konsultacji z Urzędem Komisji Nadzoru Finansowego przyjął „Dobre praktyki dotyczące wybranych aspektów przekazywania klientom lub potencjonalnym klientom informacji o kosztach i opłatach związanych ze świadczeniem usług maklerskich”.²⁷ Celem Dobrych Praktyk jest zwiększenie transparentności rynku poprzez wprowadzenie jednolitych zasad tworzenia raportów, które są przekazywane klientom i zawierają informacje dotyczące kosztów i opłat związanych ze świadczeniem usług maklerskich. Dla zapewnienia możliwie szerokiej reprezentacji przedstawicieli podmiotów nadzorowanych, do procesu konsultacji dokumentu włączeni zostali także przedstawiciele Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami i przedstawiciele agentów transferowych oraz przedstawiciele niezależnych dystrybutorów zrzeszeni w Związku Niezależnych Instytucji Finansowych.

W ramach rozwijania przez Urząd KNF funkcji benchmarkingu opłat, w UKNF powstało narzędzie do monitorowania kosztów w funduszach inwestycyjnych otwartych. Pozwala ono z częstotliwością kwartalną wychwycić nadmiernie wysokie koszty na poziomie funduszy, subfunduszy, a także poszczególnych typów jednostek uczestnictwa. Po zagregowaniu do rocznych kosztów, narzędzie pozwala na porównanie z badaniem *ESMA Cost and Performance of Retail Investment Products*,²⁸ gdzie znajdują się dane na temat opłat w detalicznych produktach zbiorowego inwestowania UCITS w UE. Jednocześnie, wspólnie z Izłą Zarządzających Funduszami i Aktywami, wypracowany został „Standard IZFiA w zakresie pobierania opłat za wyniki”.²⁹

STATUS: ZREALIZOWANE

17. *Umożliwienie emitentom prowadzenia programów lojalnościowych dla inwestorów.*

Działanie to zostało zrealizowane poprzez zmiany legislacyjne podjęte przez rząd, jak i zmiany organizacyjne wprowadzone przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW).

Zmiany wprowadzone od 3 września 2020 r. poprzez zmianę *ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi*³⁰ umożliwiły spółkom publicznym, notowanym na rynku regulowanym, pozyskiwanie danych o ich akcjonariuszach. Pozyskane dane umożliwiają spółce

²⁷ Dobre praktyki dotyczące wybranych aspektów przekazywania klientom lub potencjonalnym klientom informacji o kosztach i opłatach związanych ze świadczeniem usług maklerskich, 2022. Dostęp: [Standard IDM i ZBP dot informacji o kosztach i opłatach uslug maklerskich.pdf](#)

²⁸ ESMA Cost and Performance of Retail Investment Products. Dostęp: [esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_50-165-1677_asr_performance_and_costs_of_eu_retail_investment_products.pdf](#)

²⁹ Standard IZFiA w zakresie pobierania opłat za wyniki, IZFiA 2023. Dostęp: [Komunikat IZFiA Standard w zakresie pobierania opłat za wyniki success fee 81618.pdf \(knf.gov.pl\)](#)

³⁰ Ustawa 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. 2019 poz. 2217.

identyfikację akcjonariuszy i ustalenie liczby posiadanych przez nich akcji spółki, oraz bezpośrednią komunikację z nimi.

We wrześniu 2020 r. KDPW wprowadził nowe rozwiązania ułatwiające komunikację spółek giełdowych ze swoimi akcjonariuszami. Zakres zmian objął dwa obszary. Pierwszy dotyczył dostosowania zakresu informacji przekazywanych przez spółki do KDPW, i dalej przekazywanych przez KDPW do uczestników bezpośrednich (banków i biur maklerskich), w celu umożliwienia akcjonariuszom wykonywania praw z posiadanych przez nich akcji. Zapewnione zostało m.in. przekazywanie zawiadomień o walnym zgromadzeniu oraz zawiadomień o innych zdarzeniach korporacyjnych (zarówno w zakresie wypłaty dywidendy, jak i w zakresie realizacji innych praw z akcji) od emitenta poprzez łańcuch pośredników, do akcjonariusza, informowania spółki o udziale akcjonariusza lub jego pełnomocnika w walnym zgromadzeniu oraz potwierdzenia przez spółę zarejestrowania i policzenia głosów oddanych przez akcjonariuszy.

Drugi z obszarów dotyczył przekazywania spółce informacji o jej akcjonariuszach. Aplikacja internetowa „Identyfikacja akcjonariuszy”, umożliwiła ujawnienie spółkom informacji dotyczących tożsamości akcjonariuszy, w tym informacji o liczbie posiadanych przez nich akcji. Proces ten inicjowany jest na żądanie spółki. Po otrzymaniu takiego żądania, KDPW przekazuje je uczestnikom prowadzącym rachunki papierów wartościowych lub rachunki zbiorcze, a po otrzymaniu stosownych informacji zwrotnych od uczestników, agreguje otrzymane dane, weryfikuje ich zgodność i udostępnia je spółce w postaci raportu w aplikacji internetowej. Informacja taka udostępniana jest jedynie spółce i nie jest jawna.

Ponadto, w celu ułatwienia spółkom publicznym korzystania z nowych uprawnień, w grudniu 2020 r. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego opublikował komunikat dotyczący możliwości identyfikacji akcjonariuszy,³¹ a w styczniu 2022 r. UKNF opublikował stanowisko w sprawie możliwości korzystania z programów lojalnościowych.³²

STATUS: ZREALIZOWANE

18. Wprowadzenie gier z dziedziny edukacji finansowej, m.in. dostępnych na platformach społecznościowych.

Gry z dziedziny edukacji finansowej w zakresie rynku kapitałowego są z sukcesami organizowane przez organizacje pozarządowe na rynku kapitałowym. Dlatego, w trakcie realizacji SRRK, nie stwierdzono potrzeby wprowadzenia nowych inicjatyw. Gry z dziedziny edukacji w obszarze rynku kapitałowego są stałym elementem działań edukacyjnych realizowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych oraz Fundację GPW, we współpracy z Fundacją im. L. Pagi. Szczególnie na uwagę zasługują dwie, regularnie realizowane inicjatywy edukacyjne:

Szkolna Internetowa Gra Giełdowa (SIGG)

³¹ Stanowisko UKNF: *Identyfikacja akcjonariuszy przez spółki giełdowe*, grudzień 2020. Dostęp: [Aktualności - Komisja Nadzoru Finansowego \(knf.gov.pl\)](#)

³² Stanowisko UKNF: *Umożliwienie emitentom prowadzenia programów lojalnościowych dla inwestorów*, styczeń 2022. Dostęp: [Aktualności - Komisja Nadzoru Finansowego \(knf.gov.pl\)](#)

Dotychczas odbyło się 21 edycji tej inicjatywy. Od początku projektu wzięło w nim udział ponad 350 tysięcy uczniów. Od 2019 roku liczba uczestników systematycznie rośnie, wyjątkiem jest jedynie pandemiczny 2020 rok. W 2019 roku udział w SIGG wzięło 18 000 osób, w 2021 blisko 19 000, a w 2022 liczba ta wyniosła 22 600. Celem SIGG jest praktyczne uzupełnienie wiedzy przekazywanej w ramach przedmiotu „Podstawy przedsiębiorczości”, a od roku szkolnego 2023, będzie stanowił ważne praktyczne narzędzie uzupełniające treści przedmiotu „Biznes i zarządzanie”.

Formuła projektu obejmuje grę inwestycyjną realizowaną na bazie platformy GPWtr@der oraz moduł edukacyjny, w ramach którego uczniowie zapoznają się z zasadami działania giełdy oraz instrumentami giełdowymi. Zdobytą wiedzę uczniowie wykorzystują do samodzielnego dokonywania wirtualnych transakcji z wykorzystaniem dostępnych w grze instrumentów finansowych (akcji, ETF-ów czy kontraktów terminowych). Inwestycje realizowane są w oparciu o środki wirtualne, ale transakcje zawierane są na podstawie rzeczywistych ofert kupna i sprzedaży na realnym rynku giełdowym. Taki mechanizm oddaje giełdową rzeczywistość, a uczniowie w praktyce przekonują się, na czym polega inwestowanie na giełdzie, poznają ryzyko inwestycyjne i skutki niewłaściwych decyzji. Poprzez udział w projekcie młodzi ludzie mają także możliwość zdobycia umiejętności analizowania danych i sytuacji na rynku, podejmowania decyzji oraz pracy w grupie (zespoły 2-4-osobowe pod opieką nauczyciela).

Index Investment Challenge (IIC)

Jest to analogiczna inicjatywa edukacyjna kierowana do studentów polskich, niezależnie od rodzaju uczelni i kierunku studiów. W odróżnieniu od SIGG, studenci indywidualnie inwestują wirtualne środki w akcje, ETFy i kontrakty terminowe notowane na GPW.

Projekt powstał z inicjatywy Koła Naukowego Index działającego przy Uniwersytecie Ekonomicznym w Krakowie i od 4. edycji jest wspierany i rozwijany poprzez współpracę z Fundacją GPW. Konkurs dostępny jest dla wszystkich zainteresowanych studentów w wieku od 19 do 26 lat. W ramach IIC przewidywane są aktywności o charakterze edukacyjnym, które mogą ułatwić oswojenie się z tematyką rynku kapitałowego. W dotychczasowych edycjach IIC udział wzięło łącznie ok 16 000 uczestników.

Jednocześnie, nie jest wykluczone uruchomienie kolejnych gier z obszaru edukacji finansowej, w ramach działań podejmowanych na rzecz realizacji Strategii Edukacji Finansowej (więcej na ten temat w pkt 12 niniejszego Sprawozdania).

STATUS: ZREALIZOWANE

19. Programy edukacyjne dla emitentów, inwestorów instytucjonalnych, pośredników, doradców oraz inwestorów indywidualnych, w tym poprzez współpracę UKNF z organizacjami zrzeszającymi inwestorów indywidualnych

Na przestrzeni realizacji SRRK, UKNF prowadził kilka inicjatyw edukacyjnych i informacyjnych, skierowanych do różnych grup interesariuszy.

W ramach projektu edukacyjnego Centrum Edukacji dla Uczestników Rynku (CEDUR)³³ od stycznia 2020 zorganizowano 129 seminariów (stan na wrzesień 2023) dotyczących rynku kapitałowego dla różnych grup odbiorców, w tym seminariów mających charakter

³³ CEDUR – projekt edukacyjny Centrum Edukacji dla Uczestników Rynku realizowany przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF), którego główną formą działalności jest organizacja seminariów szkoleniowych. Udział w spotkaniach jest bezpłatny. Szkolenia prowadzi głównie pracownicy UKNF.

międzysektorowy. Seminaria te skierowane były m.in. do podmiotów rynku kapitałowego, instytucji ochrony praw nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego, instytucji administracji państwowej (w tym dla przedstawicieli organów ścigania i wymiaru sprawiedliwości), uczniów i nauczycieli, a także seniorów. Wykaz zrealizowanych seminariów CEDUR w zakresie podlegającym udostępnieniu znajduje się na stronie internetowej KNF.

Na przestrzeni 2020 roku, UKNF przeprowadził także kampanię informacyjną dot. ofert publicznych papierów wartościowych w formule crowdfundingu. W ramach kampanii UKNF opublikował trzy komunikaty:

- „Komunikat edukacyjny skierowany do inwestorów rozpoczynających swoją przygodę z crowdfundingiem” (9 stycznia 2020);
- „Stanowisko Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące zasad funkcjonowania tzw. platform crowdfundingu inwestycyjnego” (9 kwietnia 2020)
- „Komunikat edukacyjny skierowany do emitentów prowadzących oferty publiczne papierów wartościowych w formule crowdfundingu” (15 grudnia 2020)

Ponadto, inicjatywy edukacyjne UKNF dotyczyły:

- **Programów lojalnościowych:** w styczniu 2022 UKNF przedstawił stanowisko w sprawie możliwości korzystania z programów lojalnościowych;
- **Postępowania prospektowego:** w marcu 2022 UKNF opublikował „Przewodnik prospektowy” stanowiący ułatwienie dla emitentów w zakresie wyboru odpowiedniej ścieżki prawnej dla przeprowadzenia publicznej oferty akcji. W przypadku ofert prospektowych Przewodnik stanowi pomoc w wyborze odpowiednich dokumentów regulacyjnych służących za podstawę do sporządzenia prospektu;
- **Emisji obligacji korporacyjnych:** w maju 2022 UKNF przygotował także "Przewodnik po Rejestrze Zobowiązań Emitentów dla zainteresowanych emisjami obligacji".

Przedstawiciele UKNF odbyli szereg spotkań roboczych z przedstawicielami Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, Izby Domów Maklerskich i Związku Banków Polskich. W trakcie spotkań dyskutowane były bieżące problemy firm inwestycyjnych, a także ich wątpliwości w zakresie interpretacji przepisów. W toku tych spotkań uzgadniano m.in. "Standard IZFiA w zakresie pobierania opłat za wyniki" oraz "Dobre praktyki dotyczące wybranych aspektów przekazywania klientom lub potencjonalnym klientom informacji o kosztach i opłatach związanych ze świadczeniem usług maklerskich".

Poza seminariami CEDUR, Urząd KNF podejmował także szereg kampanii społecznych i działań edukacyjnych kierowanych do nieprofesjonalnych uczestników rynku (więcej na ten temat w punkcie 29 niniejszego Sprawozdania).

STATUS: ZREALIZOWANE

20. *Analiza zasadności wprowadzenia produktów oszczędnościowych adresowanych do Polaków niekorzystających z produktów bankowych.*

Działanie to zostało zrealizowane poprzez rozwijaniu różnorodności oferty skarbowych produktów oszczędnościowych (z możliwością inwestowania bez konieczności posiadania rachunku maklerskiego) oraz rozbudowę grupy podmiotów uprawnionych do dystrybucji obligacji skarbowych. Więcej na ten temat w punkcie 15 niniejszego Sprawozdania.

STATUS: ZREALIZOWANE

21. *Zapewnienie możliwości zidentyfikowania przez rynek i inwestorów niewłaściwych praktyk i ich wyeliminowanie poprzez rozważenie wprowadzenia obowiązku publikowania informacji o tym, jakiego rodzaju naruszenia w czynnościach i działaniach danego podmiotu zidentyfikowała KNF, które doprowadziły Komisję do złożenia stosownego zawiadomienia do prokuratury.*

Komisja Nadzoru Finansowego informuje uczestników rynku o identyfikowanych nieprawidłowościach oraz podejmowanych przez organ nadzoru środkach prawnych w obszarze karnym. Obejmuje to zarówno przekazywanie informacji o charakterze zbiorczym, jak również odnoszących się do konkretnych stwierdzonych przez UKNF naruszeń. Publikacja komunikatów na stronie KNF ma charakter prewencji ogólnej oraz walor informacyjny. Informacje o rodzaju naruszonej normy prawnej wraz z liczbą naruszeń poszczególnych norm prawnych zawartych w zawiadomieniach o podejrzeniu popełnienia przestępstwa publikowane są regularnie w rocznych sprawozdaniach z działalności UKNF i KNF, dostępnych na stronie internetowej KNF.

Dodatkowo, rozszerzono zakres informacji dot. złożenia zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa oraz okolicznościach świadczących o możliwości popełnienia przestępstwa, podawanych do publicznej wiadomości na podstawie przepisów ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym.

Ponadto, publikowane są informacje na temat wydawanych wyroków w niektórych sprawach karnych, w których organ nadzoru aktywnie realizował uprawnienia pokrzywdzonego. Ma to na celu prezentowanie podejścia co do surowości karania za działania godzące w rynek finansowy oraz pełnienie dodatkowo funkcji odstraszałej dla potencjalnych sprawców podobnych czynów w przyszłości.

Z uwagi na uwarunkowania prawne, dobro prowadzonych postępowań karnych oraz zapewnienie prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego nie jest możliwe przekazywanie do publicznej wiadomości szczegółowych informacji na temat złożonych zawiadomień o podejrzeniu popełnienia przestępstwa. W granicach przyznanym prawem, KNF oraz UKNF aktywnie korzystała jednak z wszelkich przysługujących im instytucjonalnie uprawnień.

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

22. *Opublikowanie przez UKNF zobowiązania wobec uczestników rynku odnośnie do utrzymywania określonych standardów prowadzonych postępowań oraz innych działań nadzorczych.*

UKNF konsekwentnie poszerza i publikuje katalog wzorów wniosków i zawiadomień (w tym dla funduszy inwestycyjnych i alternatywnych spółek inwestycyjnych), przygotowuje Q&A i przewodniki (np. *Przewodnik prospektowy czy Q&A dotyczące wymogów prawnych dla członków zarządu TFI*³⁴) oraz poprzez – prowadzone w konsultacji z Izbą Zarządzających Funduszami i Aktywami – prace nad nowym systemem sprawozdawczym w zakresie funduszy inwestycyjnych. Przekłada się to na zwiększenie efektywności przygotowywanych wniosków

³⁴ Przewodnik prospektowy czy Q&A dotyczące wymogów prawnych dla członków zarządu TFI, KNF 2021. Dostęp: [Q&A dotyczące wymogów prawnych dla członków zarządu TFI, których powołanie wymaga uzyskania zgody KNF - Komisja Nadzoru Finansowego](#)

przez profesjonalnych uczestników rynku, co ma realny wpływ na czas trwania postępowań administracyjnych.

STATUS: ZREALIZOWANE

23. Przyjęcie przez KNF strategii operacyjnej.

W lipcu 2021 roku Komisja Nadzoru Finansowego przyjęła *Strategię Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego na lata 2021-2025*³⁵ której głównymi kierunkami są:

- skuteczniejsze i efektywniejsze wykorzystanie danych, informacji i wiedzy,
- bardziej proaktywny nadzór
- lepsze zarządzanie organizacją

Strategia UKNF obejmuje 17 celów strategicznych w 4 powiązanych ze sobą perspektywach (głównych obszarach zmian):

- rynku finansowego
- procesów wewnętrznych, interesariuszy, aktywów

Co kluczowe, Strategia zawiera rozliczanie mierzalnych celów w cyklach półrocznych. Działania przewidziane w SRRK są zbieżne z działaniami realizowanymi w następujących celach strategicznych ze Strategii UKNF:

- Przestrzeń do rozwoju innowacji i stosowania nowych technologii na rynku finansowym.
- Nowoczesne technologie wzmacniające procesy nadzorcze i organizacyjne.
- Kompleksowa i bieżąca informacja o rynku finansowym, jego uczestnikach, produktach i usługach.
- Udoskonalone monitorowanie, analizowanie i prognozowanie rynku finansowego.

STATUS: ZREALIZOWANE

24. Czasowe oddelegowywanie pracowników UKNF na staże i programy szkoleniowe w podmiotach nadzorowanych.

Z uwagi na treść art. 15 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym realizacja tego zadania jest niemożliwa. Zgodnie z tym przepisem pracownicy UKNF nie mogą podejmować zatrudnienia w podmiotach nadzorowanych na podstawie umowy o pracę, umowy zlecenia, umowy o dzieło, umowy agencyjnej albo na podstawie innej umowy o podobnym charakterze, ani wykonywać innych czynności, które pozostawałyby w sprzeczności z ich obowiązkami albo mogłyby wywołać podejrzenie o stronniczość lub interesowność. Odbywanie stażu lub udział w programie szkoleniowym w podmiocie nadzorowanym mogłyby wywołać podejrzenie u osób trzecich o stronniczość pracownika, co jest jednoznaczne z wystąpieniem konfliktu interesów.

UKNF w ramach prowadzonej polityki kadrowej zatrudnia również osoby posiadające doświadczenie w pracy w podmiotach nadzorowanych. Po zakończeniu współpracy z podmiotami nadzorowanymi przez Komisję, osoby zatrudnione w UKNF, z uwagi na możliwość

³⁵ Strategia UKNF na lata 2021-2025. Dostęp: https://www.knf.gov.pl/o_nas/urzed_komisji/strategia

wystąpienia konfliktu interesów, podlegają wyłączeniu na okres 12 miesięcy z czynności nadzorczych wobec podmiotów nadzorowanych, z którymi współpracowały w ostatnich 24 miesiącach.

STATUS: NIEZREALIZOWANE

25. Zwiększenie zaangażowania KNF w rozwój rynku kapitałowego przy jednoczesnym zapewnieniu przejrzystości i proporcjonalności nadzoru.

Zwiększenie zaangażowania UKNF w rozwój rynku kapitałowego na przestrzeni realizacji SRRK miało wymiar przede wszystkim analityczno-koncepcyjny. UKNF przygotowuje i będzie przygotowywał w przyszłości ogólne oraz szczegółowe raporty nakierowane na systematyczny pomiar rozwoju, diagnozę barier rozwojowych i możliwe kierunki stymulacji rozwoju.

W latach 2020-2023 powstały m.in. następujące analizy:

- raport o kosztach w otwartych funduszach inwestycyjnych (FIO);
- cykliczny raport o rozwoju rynku kapitałowego w Polsce i na świecie,³⁶ oraz
- analiza na temat stóp zwrotu na rynku krajowym w porównaniu z rynkami europejskimi w latach 2010-2021.

STATUS: ZREALIZOWANE

26. Zmiana zasad postępowania przed KNF, np. poprzez modyfikację KPA.

Zmiany dotyczące zasad postępowania przed KNF, w celu usprawnienia przebiegu postępowań, w szczególności objęły następujące obszary.

Cyfryzacja usług: w latach 2020-2021 w UKNF przeprowadzono szereg zmian organizacyjnych i działań informacyjnych, które pozwoliły na obsługę większości postępowań administracyjnych w całości w formie cyfrowej. Cyfryzacja objęła również niektóre procesy nadzorcze. Zgodnie z *ustawą z 18 listopada 2020 r. o doręczeniach elektronicznych*³⁷ oraz komunikatem Ministra Cyfryzacji z dnia 29 maja 2023 r., termin wdrożenia rozwiązań technicznych niezbędnych do: (i) doręczania korespondencji z wykorzystaniem publicznej usługi rejestrowanego doręczenia elektronicznego lub publicznej usługi hybrydowej oraz (ii) udostępnienia w systemie teleinformatycznym punktu dostępu do usług rejestrowanego doręczenia elektronicznego w ruchu transgranicznym określa się na 10 grudnia 2023 r. W tym zakresie wdrożenie dotyczyło będzie również KNF.

Postępowanie prospektowe: UKNF wystąpił z wnioskiem do MF o rozszerzenie art. 27 *ustawy o ofercie publicznej*, poprzez dodanie nowego ust. 1a oraz zmodyfikowanie brzmienia art. 29 ust. 2 oraz art. 30 ust. 3. Ww. zmiany wprowadzają możliwość pozostawienia bez rozpoznania wniosku o zatwierdzenie prospektu posiadającego istotne braki, które uniemożliwiają jego rozpoznanie i nie zostały uzupełnione na wezwanie KNF. U źródeł zmiany leży obserwacja praktyki rynkowej polegającej na składaniu prospektu, który na etapie złożenia nie zawiera kluczowych informacji niezbędnych nie tylko do jego zatwierdzenia, ale nawet dokonania jego weryfikacji pod kątem kryteriów formalnych wynikających z przepisów prawa. Omawiana

³⁶ [Raport o rozwoju rynku kapitałowego w Polsce i na świecie](#), UKNF 2023.

³⁷ Dz. U. z 2020 r. poz. 2320.

zmiana *ustawy o ofercie publicznej* ma służyć przede wszystkim usprawnieniu i przyspieszeniu procedowania wniosków poprzez wyeliminowanie wniosków niespełniających podstawowych kryteriów. Zmiana została przyjęta w ramach *ustawy z 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku*.³⁸

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

27. *Przegląd regulaminów m.in. GPW, BondSpot i KDPW w zakresie spraw niewymagających zgody KNF.*

Przegląd regulaminów rynków prowadzonych przez Giełdę Papierów Wartościowych i BondSpot, oraz Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych został przeprowadzony przez Ministerstwo Finansów we współpracy z Komisją Nadzoru Finansowego, przy okazji prac nad projektem *Ustawy z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku*.³⁹ W wyniku analizy nie zidentyfikowano zmian ww. regulaminów, które nie wymagałyby zgody Komisji Nadzoru Finansowego.

Jednocześnie, w przypadku Regulaminu Giełdy, w ww. ustawie przewidziano rozwiązanie, zgodnie z którym w przypadku gdy zmiany regulaminu rynku regulowanego nie ograniczają praw ani nie zwiększają obowiązków uczestników obrotu, Komisja Nadzoru Finansowego może zezwolić na skrócenie terminu ich wejścia w życie. Rozwiązanie takie obowiązuje obecnie w odniesieniu do Regulaminu KDPW w art. 50 ust. 6 *Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi*.⁴⁰ Dzięki tej zmianie spółka prowadząca rynek regulowany będzie miała możliwości bieżącego reagowania na zmieniające się okoliczności rynkowe, w przypadku gdy reakcja taka wymagać będzie od niej, jako organizatora obrotu, wprowadzenia stosownych zmian w regulacjach rynkowych.

STATUS: ZREALIZOWANE

28. *Utworzenie przez KNF „piaskownicy regulacyjnej” dla podmiotów typu FinTech.*

Komisja Nadzoru Finansowego przerwała prace nad ramami prawnymi dla polskiej piaskownicy regulacyjnej dla sektora FinTech, ze względu na wyniki wewnętrznej analizy sektora FinTech pod kątem realnego zapotrzebowania na piaskownicę regulacyjną. Efekt prac badawczych, związanych z koniecznością realnego wsparcia rozwoju sektora innowacji finansowych, doprowadził do wniosku, iż więcej korzyści dla sektora FinTech przyniesie stworzenie i udostępnienie dla rynku dwóch piaskownic wirtualnych.

Pierwsza Piaskownica Wirtualna w UKNF udostępniona zainteresowanym podmiotom pozwala na zasymulowanie szeregu operacji bankowych i przetestowanie rozwiązań bazujących na interfejsie Open API, zgodnym ze standardem Polish API. Podmiot planujący zaoferować innowacyjną usługę płatności finansowych może zgłosić się do Programu *Innovation Hub*, gdzie będzie mógł skonsultować swój pomysł oraz przetestować jego funkcjonalność w

³⁸ Dz. U. 2023 poz. 1723.

³⁹ Dz. U. z 2023 poz. 1723.

⁴⁰ Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1538.

teleinformatycznym środowisku testowym, symulującym podstawowe usługi przewidziane w dyrektywie PSD2⁴¹ tj. PIS, AIS i CAF.

Drugą udostępnioną przez UKNF piaskownicą jest *Sandbox DLT*, która jest wirtualnym środowiskiem blockchain. W pierwszej kolejności Urząd udostępnił środowisko oparte o platformę *Hyperledger Fabric* (HLF) z uwagi na obserwowany wysoki poziom jej wykorzystania na rynku finansowym. W ramach *Sandbox DLT* podmiot może dołączyć do kanału na dwa sposoby, tj.:

- poprzez kanał utworzony przez UKNF, który zaprasza podmiot do swojej sieci;
- poprzez kanał utworzony przez podmiot testujący, a następnie zaproszenie UKNF do kanału z zachowaniem tzw. *endorsement policy*.

Ponadto w ramach wsparcia dla rozwoju w Polsce innowacji i sektora FinTech, UKNF podjął szereg inicjatyw takich jak kontynuacja programu *Innovation Hub*, za pośrednictwem którego UKNF prowadzi dialog z podmiotami sektora FinTech udzielając im stosownych wyjaśnień na zadane zapytania, przy zachowaniu bezpieczeństwa i odpowiedniej ochrony klientów podmiotów z sektora FinTech.

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

29. Aktywny udział UKNF w programach edukacji z zakresu rynku finansowego.

UKNF podjął wiele inicjatyw edukacyjnych skierowanych do podmiotów profesjonalnych, o których mowa w punkcie 19 niniejszego Sprawozdania. Jednocześnie, UKNF był zaangażowany w programy edukacyjne z zakresu rynku finansowego dla innych grup odbiorców, w tym nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego.

Podcast UKNF „Finanse pod nadzorem”

W 2021 r. UKNF rozpoczął realizację podcastu „*Finanse pod nadzorem*”, będącego cyklem nagrań o charakterze edukacyjnym. Celem podcastu jest podnoszenie poziomu wiedzy i zwiększanie świadomości nt. rynku finansowego. W każdym odcinku eksperci z UKNF omawiają wybrane zagadnienia, wyjaśniają na co warto zwracać uwagę, by świadomie zarządzać swoimi finansami. Wskazują potencjalne ryzyka i zagrożenia, a także poruszają kwestie, które powinny wzbudzić czujność. Podcast jest dostępny na Spotify, Google Podcasts, Apple Podcasts i Spreaker.

Global Money Week

UKNF pełni rolę koordynatora międzynarodowej kampanii *Global Money Week* (GMW)⁴² w Polsce. W ramach trzech edycji GMW w latach 2020-2023, UKNF zrealizował łącznie 34 webinaria CEDUR dla uczniów szkół podstawowych i ponadpodstawowych, a także nauczycieli zainteresowanych zagadnieniami finansowymi, w tym 10 o tematyce rynku kapitałowego. Odnotowano zdecydowane zwiększenie zainteresowania propozycją programową UKNF w

⁴¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniającej dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylającej dyrektywę 2007/64/WE. Dz.U.UE.L.2015.337.35.

⁴² Global Money Week – coroczna międzynarodowa kampania z zakresu edukacji finansowej na rzecz dbania o to, by dzieci i młodzież od najmłodszych lat zyskiwały świadomość finansową i stopniowo rozwijały wiedzę, umiejętności, a także kształtowały postawy i zachowania niezbędne do podejmowania racjonalnych decyzji finansowych i docelowo uzyskały finansowy dobrostan i finansową odporność. Organizatorem kampanii GMW jest Międzynarodowa Sieć ds. Edukacji Finansowej działająca przy Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju – OECD/INFE.

ramach ww. edycji GMW, tj. 4,5 tys. w 2021 r., 11,2 tys. w 2022 r. i 16,4 tys. zgłoszeń uczniów i nauczycieli w 2023 roku.

World Investor Week

UKNF pełni również rolę koordynatora w Polsce kampanii World Investor Week (WIW). Podczas trzech edycji w latach 2020-2022, UKNF przeprowadził 11 seminariów CEDUR dla uczniów szkół ponadpodstawowych oraz nauczycieli, w tym 7 o tematyce związanej z inwestowaniem na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, a także inwestowaniem za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych.

UKNF przeprowadził wiele kampanii informacyjnych:

- **Dopilnuj, żeby Twoja inwestycja nie stała się iluzją! (oczarowani.pl)**

UKNF przeprowadził ogólnopolską kampanię – „Oczarowani”. Partnerami kampanii są Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów oraz Ministerstwo Inwestycji i Rozwoju. Celem jest zwrócenie uwagi na ryzyka związane z inwestowaniem w zakup tzw. condohoteli/aparthoteli. Kampanię wspiera strona internetowa oczarowani.pl zawierająca katalog najistotniejszych wytycznych, które pomogą nieprofesjonalnym uczestnikom obrotu uzyskać większą wiedzę o czynnikach, które należy wziąć pod uwagę w planowanej inwestycji. Strona zawiera bazę wskazówek i pytań, na które należy znaleźć odpowiedź przed finalizacją zakupu w sferze tzw. condohoteli/aparthoteli. Ich syntetyczny wyciąg przygotowano również w formie jednego pliku, który może stanowić przydatny materiał do rozmowy z osobą oferującą takie inwestycje.

- **Weksle inwestycyjne - uświadom sobie zagrożenia!**

Celem kampanii "Weksle inwestycyjne - uświadom sobie zagrożenia!" jest zwrócenie uwagi by decyzje o skorzystaniu z oferty weksli inwestycyjnych były przemyślane, a osoby zainteresowane ofertą miały świadomość potencjalnych zagrożeń. UKNF informuje również na stronach kampanii, że weksle inwestycyjne nie są objęte nadzorem KNF oraz gwarancją Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

- **Crowdfunding**

Kampania obejmuje informacje dla inwestorów nieprofesjonalnych oraz podmiotów, które chcą działać na rynku po wejściu w życie przepisów *ustawy o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom*. Na podstronach dotyczących crowdfundingu zawarto informacje o crowdfundingu inwestycyjnym i pożyczkowym, a także formularz wniosku o udzielenie zezwolenia na prowadzenie działalności jako dostawca usług finansowania społecznościowego oraz wykaz aktów normatywnych dotyczących crowdfundingu.

- **Fininfluencerzy – kim są, jak działają i jaki interes mogą mieć w dzieleniu się informacjami?**

Urząd KNF zwraca uwagę, że należy zachować ostrożność przy kierowaniu się wypowiedziami inwestycyjnymi fininfluencerów, czyli osób zajmujących się w Internecie tematyką finansów i inwestowania, ponieważ zdarza się, że osoby takie mają prywatne albo biznesowe powiązania ze spółkami, których produkty lub instrumenty finansowe promują.

- **Grywalizacja - co to takiego, jak działa w świecie inwestycji?**

Kampania edukacyjna prowadzona na temat grywalizacji i ryzyk związanych z tym zjawiskiem w przypadku inwestowania. W kampanii Urząd Komisji Nadzoru Finansowego przestrzegał przed komunikatami o treści: "gdy zainwestujesz więcej przejdiesz dalej".

- **UWAGA! CYBEROSZUST**

Za pośrednictwem tej kampanii UKNF wskazuje jakie mechanizmy wykorzystują oszuści w procederze wyłudzenia pieniędzy m.in. przy transakcjach pośrednictwa wymiany kryptowalut czy przy fałszywych działaniach podejmowanych rzekomo przez KNF lub UKNF. Kampania obejmuje prezentowane na stronie www.knf.gov.pl przykłady cyber-oszustw i porady oraz spot radiowy. Projekt został zrealizowany przy wsparciu CSIRT KNF. Partnerem kampanii jest Komenda Główna Policji.

- **Inwestuj świadomie!**

Celem kampanii „Inwestuj świadomie!” oraz jej rozszerzonej wersji „Nie wszystko złoto, co się świeci – inwestuj świadomie!” jest podniesienie poziomu wiedzy i świadomości na temat ryzyk związanych z inwestowaniem na rynku finansowym. Urząd wskazał, że część inwestycji dostępnych na rynku finansowym ma skomplikowany charakter, często trudny do zrozumienia dla ogółu społeczeństwa. Zwrócono uwagę, że inwestorzy, w tym inwestorzy bez doświadczenia mogą nie rozumieć potencjalnych ryzyk, które wiążą się z poszczególnymi inwestycjami. W trakcie trwania kampanii UKNF zwracał uwagę, że inwestorzy często dokonują weryfikacji podmiotu i informacji o oferowanym produkcie dopiero po dokonaniu inwestycji, zazwyczaj gdy ponieśli stratę. W ramach kampanii została przygotowana strona internetowa www.inwestujswiadomie.com.pl, na której zostały omówione następujące instrumenty finansowe (wraz ze wskazaniem ryzyk i kwestii na które należy zwrócić uwagę przed podjęciem decyzji o inwestycji): akcje, obligacje, fundusze inwestycyjne, instrumenty pochodne, produkty strukturyzowane, kryptoaktywa, weksle inwestycyjne, crowdfunding, kontrakty na różnicę (CFD).

- **Nadzór nad emitentami**

Kampania przybliży tematykę związaną z emitentami działającymi na rynku kapitałowym oraz nadzorem, jaki sprawuje nad nimi Komisja Nadzoru Finansowego (KNF). Do prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego niezbędna jest jego przejrzystość, w tym należyty sposób informowania inwestorów przez spółki publiczne – emitentów papierów wartościowych. Dlatego niezwykle istotne jest wyjaśnienie zakresu nadzoru nad emitentami oraz wskazanie, jakie uprawnienia nadzorcze przysługują określonym instytucjom, w tym szczególnie KNF.

STATUS: ZREALIZOWANE

30. *Współpraca KNF z interesariuszami, w celu zagwarantowania bezpieczeństwa działalności polskich podmiotów w związku z konsekwencjami Brexitu.*

Od początku procesu wychodzenia Wielkiej Brytanii z UE, UKNF podejmował szereg działań informacyjnych skierowanych do uczestników rynku. Publiczne komunikaty zawierały aktualne informacje o przebiegu negocjacji, a także porady dla polskich podmiotów. UKNF informował, że klienci mogą oczekiwać od podmiotów rynku finansowego, które świadczą na ich rzecz usługi, udzielenia szczegółowych informacji m.in. na temat skutków wyjścia Wielkiej Brytanii z UE, działań podjętych przez dany podmiot oraz przedstawienia umownych i ustawowych praw klienta w kontekście brexitu. Wskazywano również na ryzyko wystąpienia działań o charakterze przestępczym, wykorzystujących nową sytuację wynikającą z brexitu i, tym samym, konieczność zachowania przez klientów i inwestorów szczególnej ostrożności ze względu na ryzyko wyłudzeń danych czy przedstawiania fałszywych ofert handlowych.

UKNF zachęcał nadzorowane podmioty, a także osoby prawne i fizyczne, które korzystają z usług świadczonych przez brytyjskich pośredników finansowych, do dokładnego przeanalizowania dostępnych informacji na temat konsekwencji zakończenia okresu przejściowego, podjęcia wszelkich niezbędnych kroków w celu oceny wpływu na ich działalność gospodarczą oraz, w przypadku nadzorowanych podmiotów, zapewnienia ciągłej zgodności z przepisami, w tym dotyczącymi osób prawnych i fizycznych, którym świadczą usługi.

Na forum międzynarodowym, UKNF uczestniczył w przygotowaniu środków niezbędnych do rozwiązania kwestii związanych z brexitem w poszczególnych sektorach rynku finansowego jako członek ESMA, EBA, EIOPA oraz ESRB, a także poprzez współpracę z Ministerstwem Finansów w Radzie UE, grupami roboczymi Komisji Europejskiej oraz Ministerstwem Spraw Zagranicznych.

Dla polskich podmiotów rynku finansowego powstała dedykowana podstrona internetowa zawierająca najważniejsze komunikaty Europejskich Organów Nadzoru w zakresie brexitu. W UKNF powstała także *Analiza ryzyk dla sektora finansowego związanych z wyjściem Wielkiej Brytanii z UE (przykładowe ryzyka)*, która stała się podstawą do działań Urzędu.

UKNF w dalszym ciągu, na bieżąco prowadzi analizy wewnętrzne dotyczące ryzyk oraz nowych kwestii wynikających z brexitu, mogących wpłynąć teraz lub w przyszłości na polski i unijny rynek finansowy. Uczestniczy ponadto we współpracy wielostronnej w tym zakresie, odbywającej się na forum Europejskich Organów Nadzoru Finansowego.

STATUS: ZREALIZOWANE

31. Konieczność efektywnego monitorowania przez KNF ryzyka wynikającego z rosnących powiązań międzynarodowych polskiej gospodarki.

W ramach czynności nadzorczych UKNF prowadzi bieżące analizy dot. powiązań transgranicznych, będących skutkiem umiędzynarodowienia rynku finansowego. KNF jest istotnym elementem sieci bezpieczeństwa finansowego w Polsce, a jako członek Komitetu Stabilności Finansowej, w formule makroostrożnościowej (KSF-M), uczestniczy w ocenie ryzyka systemowego w polskim systemie finansowym, w tym ryzyka wynikającego w powiązań transgranicznych. Stałym elementem analiz prowadzonych na forum KSF-M jest ocena ekspozycji polskiego sektora bankowego na wybrane jurysdykcje EOG, w związku z obowiązkiem nakładanym przez Zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ESRB)

w sprawie oceny skutków transgranicznych oraz dobrowolnej wzajemności środków polityki makroostrożnościowej.

Ponadto ocena powiązań transgranicznych jest przedmiotem cyklicznych analiz Europejskich Organów Nadzoru (EBA, ESMA, EIOPA, czyli ESAs) i Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (ESRB), jak np. [TRV ESMA](#) czy też [Risk Dashboard](#) opracowywany przez ESRB. Raporty te opisują rynki UE/EOG i ryzyka na nich występujące, w tym uwzględniają wzajemne powiązania (*interconnectedness*). UKNF uczestniczy w pracach ww. instytucji i zna konkluzje raportów. Dla przykładu, tzw. *Heatmap* przygotowana przez ESMA identyfikuje ryzyko związane z transgraniczną działalnością jako bardzo wysokie w dwóch obszarach: usługi inwestycyjne i nadużycia na rynku. W konsekwencji na forum ESMA toczą się dyskusje o zacieśnieniu współpracy w obszarze nadzoru nad działalnością transgraniczną firm oraz stworzeniu ram współpracy nadzorczej w obszarze obrotu kryptoaktywami.

W nadzorowaniu podmiotów działających transgranicznie na rynku kapitałowym oraz egzekwowaniu przestrzegania przez nie przepisów krajowych i unijnych wykorzystywane są wielostronne porozumienia o współpracy i wymianie informacji podpisane w ramach IOSCO i ESMA. Dodatkowo ESAs pracują obecnie nad portalem *fit&proper*, który będzie narzędziem do monitorowania statusu podmiotów oraz osób w UE pod kątem oceny stosowności ich działań z punktu widzenia regulacji rynku finansowego.

STATUS: ZREALIZOWANE

32. *Analiza konieczności wprowadzenia na stronie internetowej KNF narzędzia typu sourcebook ułatwiającego zrozumienie regulacji rynku finansowego.*

W ramach realizacji SRRK, UKNF podjął analizę zasadności wprowadzenia narzędzia typu sourcebook i przekazał jej wyniki do Ministerstwa Finansów. W ocenie UKNF, wprowadzenie takiego narzędzia nie jest zasadne. Jednocześnie, intencją UKNF jest osiągnięcie celu transparentności i dostępności informacji o regulacjach rynku finansowego poprzez poprawę strony internetowej Urzędu. Treść analizy dostępna jest w Monitorze SRRK.

W pierwszym półroczu 2020 r. dokonano optymalizacji struktury strony internetowej KNF w obszarach dotyczących rynku kapitałowego. Podjęto szereg działań mających na celu zmodernizowanie strony internetowej, w taki sposób aby usystematyzować dostęp do informacji, ułatwić nawigację oraz zaktualizować zgromadzone zasoby. Polityka informacyjna prowadzona za pośrednictwem strony internetowej zakłada powtarzalność w zakresie publikacji określonych materiałów, w szczególności stanowisk opartych o *case studies*, komunikatów czy Q&A kierowanych do interesariuszy rynku. UKNF przeprowadza na bieżąco analizę zgłaszanych przez interesariuszy potrzeb i dokonuje okresowych aktualizacji strony internetowej.

STATUS: ZREALIZOWANE

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

W okresie realizacji SRRK zmieniało się podejście Komisji Europejskiej w odniesieniu do formy stanowienia prawa unii europejskiej. W zdecydowanej większości wnioski legislacyjne przedstawiane przez Komisję mają postać rozporządzeń, które w przeciwieństwie do dyrektyw stosuje się wprost i nie wymaga implementacji. Ponadto, zauważalne jest dążenie Komisji Europejskiej do skracania czasu implementacji lub wejścia w życie regulacji unijnych.

W latach 2019-2023, ponad połowa aktów prawnych implementujących przepisy europejskie została wdrożonych z przekroczeniem terminu. Jednocześnie, istotnie zmniejszony został czas opóźnień w porównaniu do lat poprzednich. Ministerstwo Finansów, w ramach dostępnych zasobów kadrowych, podejmuje starania w celu usprawnienia procesów wewnętrznych, aby wdrażanie przepisów unijnych dotyczących rynku kapitałowego odbywało się w terminach określonych we wdrażanych regulacjach, tak aby pozostawić uczestnikom rynku wystarczającego czasu na dostosowanie się do tych regulacji. Tym niemniej, w kontekście całej ścieżki legislacyjnej, Ministerstwo Finansów ma bezpośredni wpływ jedynie na pierwszy etap procesu prawodawczego, co istotnie ogranicza możliwości wpływania na tempo tego procesu.

STATUS: NIEZREALIZOWANE

34. Powołanie przez MF i KNF zespołu roboczego do spraw identyfikacji nadmiarowych regulacji krajowych w stosunku do regulacji unijnych.

Zespół roboczy, którego zadaniem było zidentyfikowanie przypadków *gold-platingu* w polskich przepisach krajowych, został powołany i działał od listopada 2020 r. W skład zespołu weszli przedstawiciele Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, Narodowego Banku Polskiego, Biura Rzecznika Finansowego, Związku Banków Polskich, Izby Domów Maklerskich, Giełdy Papierów Wartościowych, Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych, Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami oraz CFA Society Poland. Zespół powstał we współpracy Ministerstwa Finansów z Urzędem Komisji Nadzoru Finansowego.

Efektom prac zespołu była lista regulacji, które członkowie zespołu i uczestnicy rynku kapitałowego w Polsce uznali za przypadki *gold-platingu*. W styczniu 2022 r. Ministerstwo Finansów i Komisja Nadzoru Finansowego opublikowały szczegółowe stanowisko do każdego ze zidentyfikowanych przez zespół roboczy przykładów. Stanowisko dostępne jest w Monitorze SRRK. Istotna część z tych barier została wyeliminowana poprzez odpowiednie zmiany krajowych aktów prawnych z zakresu rynku kapitałowego. W tym, w szczególności zmiany te dotyczyły:

- Art. 81c ust. 5 Ustawy o obrocie (Art. 16 ust. 5 MiFID II w zw. z art. 31 ust. 2 Rozporządzenia 2017/565): w opinii uczestników rynku 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 – niezgodność usunięta ustawą z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku;
- Art. 81c ust. 6 pkt 1 Ustawy o obrocie (Art. 16 ust. 5 MiFID II w zw. z art. 31 ust. 2 Rozporządzenia 2017/565): zgodnie ze wskazaniem rynku rozwiązania przewidziane w tym przepisie są nadmiarowe i niedostosowane do specyfiki znacznej części umów

outsourcingowych, w tym zwłaszcza w zakresie powierzania świadczenia usług z obszaru IT - – niezgodność usunięta ustawą z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku;

- Art. 81d Ustawy o obrocie (Art. 16 ust. 5 MiFID II w zw. z art. 31 ust. 2 Rozporządzenia 2017/565): w opinii uczestników rynku obowiązek zawiadamiania Komisji Nadzoru Finansowego o zamiarze zawarcia umowy outsourcingu co najmniej na 14 dni przed jej zawarciem, wraz z obowiązkiem dołączenia projektu 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 - – niezgodność usunięta ustawą z dnia 7 października 2022 r. o zmianie niektórych ustaw w celu uproszczenia procedur administracyjnych dla obywateli i przedsiębiorców⁴³;
- Art. 73c ust. 2 Ustawy o obrocie (art. 27 ust.6 MiFID II): w przepisie 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 - – niezgodność usunięta Ustawą z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku);
- Art. 35 ust. 3 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków (art. 9 ust. 7 dyrektywy 2017/593): przepis ten 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, podobnie § 46 ust. 3 Rozporządzenia w sprawie trybu i warunków (art. 10 ust. 6 Dyrektywy 2017/593) – niezgodność usunięta 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.⁴⁴
- Art. 148 ust. 1 w zw. z art. 149 ust. 18 Rozporządzenia w zakresie przekazywania informacji KNF: 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

⁴³ Dz. U. 2022 poz. 2185.

⁴⁴ Dz.U. z 2021 r. poz. 2307.

krótkim – niezgodność usunięta 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 powiernicze⁴⁵ (wydłużenie terminu do 20 dni).

- Art. 76a Ustawy o obrocie: przepis 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 - niezgodność usunięta ustawą z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku.⁴⁶
- Art. 32b ust. 2-4 Ustawy o funduszach (art. 24 ust. 9 MIFID II): przepisy te są przepisami wprowadzonymi nadmiarowo przy okazji implementacji do polskiego porządku prawnego Dyrektywy 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 - niezgodność usunięta ustawą z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku.⁴⁷

STATUS: ZREALIZOWANE

35. Unikanie gold-platingu i zmiana przepisów dotyczących: • outsourcingu, • wymogu uzyskania zgody emitenta na dopuszczenie do obrotu papierów wartościowych

Etap konsultacji publicznych ws. goldplatingu na rynku kapitałowym został otwarty 8 lipca 2020 r. spotkaniem przedstawicieli Ministerstwa Finansów i Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego z przedstawicielami rynku kapitałowego. Do listopada 2020 r. zgłoszono 122 uwagi w zakresie krajowych ustaw i rozporządzeń, wytycznych, stanowisk i interpretacji UKNF oraz przebiegu procesu legislacyjnego. Uwagi zgłoszone przez CFA Society Poland (CFA), Izbę Domów Maklerskich (IDM), Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA), Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych (SEG) i Związek Banków Polskich (ZBP) oraz Radę Banków Depozytariuszy zostały omówione przez MF i UKNF w toku szeregu spotkań roboczych i odzwierciedlone w zmianach legislacyjnych.

Outsourcing

*Ustawa z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego i ochrony inwestorów na tym rynku*⁴⁸ wprowadziła istotne ułatwienia w zakresie outsourcingu i pod-outsourcingu bankowego, a także outsourcingu niektórych czynności operacyjnych przez podmiot prowadzący rynek regulowany oraz firmy

⁴⁵ Dz.U. z 2021 r. poz. 2315.

⁴⁶ Dz. U. z 2023 poz. 1723.

⁴⁷ Op.cit.

⁴⁸ Dz. U. 2023 poz. 1723.

inwestycyjne. Jednocześnie, utrzymane zostały przepisy umożliwiające outsourcing zarządzania portfelem przez fundusze inwestycyjne.

Wymóg uzyskania zgody emitenta na dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym

Rezygnacja z wymogu uzyskania zgody emitenta na dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym została wprowadzona *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*.⁴⁹

STATUS: ZREALIZOWANE

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

Rynek finansowy jest obszarem, w którym znaczna większość regulacji tworzona jest na szczeblu Unii Europejskiej. Zgodnie z diagnozą postawioną w SRRK, Ministerstwo Finansów nieustannie podejmuje wysiłki na rzecz uwzględniania w przepisach UE zasady proporcjonalności, odnośnie rynków regionalnych, takich jak Polska. Dążenia te znajdują odzwierciedlenie w stanowiskach negocjacyjnych polskiego rządu.

W związku z realizacją SRRK oraz odbywającymi się od 2023 roku na forach państw członkowskich UE konsultacjami dotyczącymi przyszłości Unii Rynków Kapitałowych (ang. *Capital Markets Union – CMU*), Ministerstwo Finansów wyszło z inicjatywą tworzenia „policentrycznej CMU”, która lepiej odzwierciedlałaby specyfikę lokalnych rynków takich jak Polska i polegała na zasadzie „*bottom-up*” zamiast centralizacji wszystkich instrumentów i usług finansowych na jednym rynku. Oznaczałoby to konieczność odzwierciedlenia w większym stopniu niż dotychczas zasady proporcjonalności w ewentualnych, przyszłych regulacjach unijnych z zakresu rynku finansowego.

Polskie argumenty w tej sprawie podzieliło Ministerstwo Finansów Luksemburga. Wspólne stanowisko Polski i Luksemburga zostało po raz pierwszy przedstawione w dniu 15 maja 2023 r. – we wspólnym liście ministrów finansów opublikowanym w dzienniku *Financial Times*⁵⁰ oraz na posiedzeniu Rady ECOFIN w maju 2023 r. Stanowisko to będzie podtrzymywane w dalszych negocjacjach dotyczących przyszłości CMU na forum unijnym.

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

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

W celu realizacji niniejszego działania przeprowadzone zostały konsultacje z uczestnikami podgrupy roboczej RRRF ds. gold-platingu.

⁴⁹ Dz.U. 2019 poz. 2217.

⁵⁰ Letter: *EU must learn the right capital markets lessons*, FT 15 maja 2023. Dostęp: [Letter: EU must learn the right capital markets lessons | Financial Times \(ft.com\)](https://www.ft.com/content/2023/05/15/eu-must-learn-the-right-capital-markets-lessons)

W ramach prac grupy omówiona została przede wszystkim kwestia definicji gold-platingu. W ocenie Ministerstwa Finansów, definicja ta powinna uwzględniać uprawnienie dla ustawodawcy do korzystania z tzw. opcji krajowej. Opcja krajowa umożliwia transponowanie prawa unijnego do polskiego porządku prawnego w sposób dostosowany do uwarunkowań lokalnego rynku, zarówno w sposób bardziej restrykcyjny jak i mniej restrykcyjny wobec unijnego standardu. W obszarze rynku finansowego, projekty Ministerstwa Finansów uwzględniają opcję krajową w obu wariantach. W ocenie członków podgrupy roboczej, definicja gold-platingu nie powinna uwzględniać możliwości skorzystania przez ustawodawcę z opcji krajowej w kierunku bardziej restrykcyjnym.

Prace podgrupy objęły także kwestię wypracowania kodeksu dobrych praktyk w zakresie unikania gold-platingu i zachowania proporcjonalności. W tym obszarze, wypracowane zostały dwie rekomendacje, które spotkały się z aprobatą uczestników podgrupy roboczej:

- 1. Zobowiązano Ministerstwa Finansów i Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (w zakresie stosowania prawa) do każdorazowego uzasadnienia dla wprowadzenia przepisów bardziej restrykcyjnych niż wymagane przez przepisy UE, czyli skorzystania z tzw. opcji krajowej.*
- 2. Przekształcenie Podgrupy Roboczej RRRF ds. gold-platingu w stałe Forum Rynku Kapitałowego przy Ministerstwie Finansów, celem monitorowania i eliminowania przypadków gold-platingu.*

Materiały ze spotkań podgrupy roboczej dostępne są w Monitorze SRRK na [Wzmocnienie jakości oraz skuteczności regulacji i nadzoru nad rynkiem - Ministerstwo Finansów - Portal Gov.pl \(www.gov.pl\)](https://www.gov.pl)

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

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

Emitenci zobowiązani są do corocznego przedstawiania informacji na temat stanu stosowania zasad ładu korporacyjnego. Zgodnie § 29 Regulaminu Giełdy publikowana przez spółki giełdowe informacja powinna być wyczerpująca, a w odniesieniu do zasad, które nie są przez emitenta stosowane, zawierać szczegółowe wyjaśnienia dot. okoliczności i przyczyn niestosowania danej zasady.

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”. Zbiór ten stanowi kolejną wersję zbioru zasad ładu korporacyjnego, w której dokonano uproszczenia formuły zasad ładu korporacyjnego, a także ujednoczono i zaktualizowano zasady o nowe postulaty i zagadnienia zgłaszane przez interesariuszy rynku kapitałowego. Coroczne oświadczenie spółki giełdowej o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego stanowi obowiązkowy element rocznego sprawozdania z działalności, sporządzany zgodnie z Rozporządzeniem 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.

STATUS: ZREALIZOWANE

39. Wprowadzenie sądów specjalizujących się w sprawach dotyczących rynku finansowego.

Profesjonalizacja sądów rozpatrujących sprawy dotyczące rynku kapitałowego i jego uczestników w Polsce jest jednym z kluczowych filarów SRRK związanych z efektywną egzekucją regulacji. Zgodnie z postulatami samej Strategii powinna ona obejmować zarówno jakość merytoryczną jak i proceduralną postępowań. Dlatego realizacja niniejszego postulatu przebiegła we współpracy z kluczowymi instytucjami administracji publicznej tj. Ministerstwem Sprawiedliwości, Urzędem Komisji Nadzoru Finansowego.

Opracowany został program szkolenia dla Krajowej Szkoły Sądownictwa i Prokuratury (KSSiP). Szkolenie obejmuje prawo rynku kapitałowego – rozumiane jako odrębna dziedzina w połączeniu z tymi sektorami rynku finansowego, które wiążą się ściśle z rynkiem kapitałowym – w szczególności z instytucjami prawnymi wspólnymi z rynkiem ubezpieczeniowym i bankowym. Celem szkolenia jest przekazanie wiedzy w zakresie umożliwiającym sędziom i prokuratorom dokonanie oceny zjawisk prawnych o charakterze procesowym lub potencjalnie procesowym. Treść programu została przekazana Ministrowi Sprawiedliwości – organowi sprawującemu nadzór nad KSSiP wraz z rekomendacją włączenia do programu Szkoły. Szczegóły dotyczące programu dostępne są w Monitorze SRRK.

Niezależnie od realizacji ww. programu Urząd Komisji Nadzoru Finansowego w ramach projektu CEDUR organizuje bezpłatne seminaria szkoleniowe dla sędziów i prokuratorów, a także przedstawicieli innych organów ścigania.

W ramach powyższej współpracy, przygotowany został również projekt zmiany ustawy Kodeks Postępowania Cywilnego oraz ustawy Prawo o ustroju sądów powszechnych, pod kątem utworzenia sądu rynku kapitałowego, poprzez umiejscowienie rozpatrywania spraw cywilnych z obszaru rynku kapitałowego w jednym wydziale Sądu Okręgowego w Warszawie. Rozpoczęcie procesu legislacyjnego w zakresie ww. projektu przepisów należy do Ministra Sprawiedliwości.

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

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

W ramach przeprowadzonej przez Ministerstwo Finansów oceny stwierdzono, że wymogi w zakresie pośrednictwa w dystrybucji instrumentów finansowych, co do zasady odpowiadają wymogom prawa Unii Europejskiej, natomiast ewentualne zmiany w tym zakresie mogłyby nosić znamiona *gold-platingu*. Tym niemniej, w ramach poprawy jakości świadczonych usług, w przepisach *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* wprowadzono rozwiązania podnoszące wymagania dla członków zarządu i rady nadzorczej towarzystw funduszy inwestycyjnych. Dotyczą one wprowadzenia obowiązku uzyskania zgody KNF na powołanie

członka zarządu nadzorującego system zarządzania ryzykiem w towarzystwie oraz członka zarządu nadzorującego podejmowanie decyzji inwestycyjnych dotyczących portfeli inwestycyjnych funduszy zarządzanych przez towarzystwo lub portfeli, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, zarządzanych przez towarzystwo. Jednocześnie, funkcje z zakresu zarządzania ryzykiem zostały oddzielone od funkcji związanych z podejmowaniem decyzji inwestycyjnych dotyczących portfela inwestycyjnego funduszu lub portfela, w skład którego wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych, zarządzanych przez towarzystwo. Dodatkowo wprowadzono zakaz łączenia funkcji prezesa zarządu oraz członka zarządu nadzorującego system zarządzania ryzykiem. Opisywane zmiany sprawiły, że kluczowe stanowiska w towarzystwie funduszy inwestycyjnych obejmowane są przez osoby posiadające nieposzlakowaną opinię, odpowiednią wiedzę, umiejętności i doświadczenie do pełnienia funkcji i obowiązków, jakie mają im być powierzone. W wyniku wprowadzonych zmian osoby te powinny dawać również rękojmię należytego wykonywania powierzonych im obowiązków i funkcji. W konsekwencji zmiany te wpłynęły na bardziej ostrożne i stabilne zarządzanie towarzystwami funduszy inwestycyjnych, co przyczyniło się do zwiększenia ochrony inwestorów dokonujących inwestycji w fundusze inwestycyjne.

Ponadto, *Ustawą z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku*,⁵¹ wprowadzono rozwiązania podnoszące wymagania wobec agentów firm inwestycyjnych i usprawniające nadzór Komisji Nadzoru Finansowego nad tymi podmiotami. Zmiany polegają na zrównaniu statusu pracownika firmy inwestycyjnej i pracownika lub zleceniobiorcy agentów firm inwestycyjnych będących osobami prawnymi lub jednostkami organizacyjnymi nieposiadającymi osobowości prawnej. Jak dotychczas jedynie wobec pracowników firm inwestycyjnych wymagane było spełnienie określonych warunków co do wiedzy, doświadczenia i kompetencji. Zmiana przyczyni się do lepszej jakości obsługi klientów lub potencjalnych klientów firmy inwestycyjnej. Ponadto, ustawa umożliwia KNF pozyskanie informacji i dokumentów bezpośrednio od agenta firmy inwestycyjnej. Dotychczasowe przepisy umożliwiały pozyskanie tych danych wyłącznie za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, na rzecz której działa dany agent, co wydłużało czas pozyskania informacji oraz ograniczało zakres informacji pozyskanych przez firmę inwestycyjną od agenta ze względu np. na tajemnicę przedsiębiorstwa.

Jednocześnie, dalsze działania zostały zawieszono ze względu na równoległą inicjatywę przedstawioną przez Komisję Europejską 3 lipca 2023 r. dotyczącą Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającej dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE, 2011/61/UE, 2014/65/UE i (UE) 2016/97 w odniesieniu do przepisów Unii dotyczących ochrony inwestorów detalicznych. We wniosku tym Komisja Europejska zaproponowała między innymi, w zakresie:

- ujawniania informacji – zobowiązanie firm inwestycyjnych, a także pośredników ubezpieczeniowych i zakładów ubezpieczeń dystrybuujących ubezpieczeniowe produkty inwestycyjne do umieszczania odpowiednich ostrzeżeń o ryzyku we wszystkich materiałach informacyjnych dotyczących szczególnie ryzykownych produktów, a także standaryzacji sposobu prezentowania informacji o kosztach, powiązanych opłatach i płatnościach stron trzecich;

⁵¹ Warzywniak

- komunikacji i praktyk marketingowych – wprowadzenie wymogu posiadania przez firmy inwestycyjne polityki w zakresie komunikacji marketingowej i praktyk marketingowych, którą organ zarządzający firmy inwestycyjnej powinien określić, zatwierdzić i nadzorować;
- zachęt (ang. *inducements*) – wprowadzenie częściowego zakazu zachęt wypłacanych przez twórców produktów inwestycyjnych dystrybutorom w związku z przyjmowaniem i przekazywaniem zleceń lub realizacją zleceń na rzecz lub w imieniu klientów detalicznych;
- zasad nadzoru i zarządzania produktami – wprowadzenie nowych wymogów dla producentów dotyczących określenia procesu ustalania cen umożliwiających identyfikację i kwantyfikację wszystkich kosztów i opłat oraz ocenę, czy takie koszty i opłaty nie podważają wartości, jaką ma przynieść produkt;
- zapewnienia lepszego dostosowania testów odpowiedniości i adekwatności do potrzeb inwestorów detalicznych – wprowadzenie obowiązku wyjaśniania klientom i kontrahentom celu oceny w jasny i prosty sposób oraz uzyskiwania od klientów i kontrahentów wszelkich istotnych informacji, które mogą być niezbędne i proporcjonalne do takiej oceny;
- zapewnienia wysokich standardów zawodowych dla doradców inwestycyjnych – wprowadzenie wymogu udowodnienia posiadanych kwalifikacji przez uzyskanie odpowiedniego certyfikatu;
- kategoryzacji klientów – złagodzenie ograniczeń dla inwestorów kwalifikujących się jako profesjonalści, zmiany obejmują obniżenie kryterium majątkowego z 500 000 EUR do 250 000 EUR oraz dodanie kryterium klienta związanego z odpowiednim wykształceniem lub szkoleniem;
- wzmocnienia egzekwowania przepisów nadzorczych, w szczególności w kontekście rozwoju kanałów cyfrowych i w odniesieniu do transgranicznego świadczenia usług – umożliwienie organom nadzoru korzystania z narzędzi nadzorczych i szybkiego podejmowania działań przeciwko wprowadzającym w błąd praktykom marketingowym (ograniczenie dostępu do stron internetowych, które stanowią zagrożenie dla ochrony inwestorów oraz stosowanie rozwiązań nadzorczych w formule „tajemniczy klient”);
- edukacji finansowej – promowanie tej formy wspomagania świadomych i trafnych decyzji inwestycyjnych.

Ministerstwo Finansów, co do zasady, pozytywnie odnosi się do propozycji zawartych w przedstawionym przez Komisję Europejską wniosku legislacyjnym. Rozwój unijnych rynków kapitałowych, wymaga zwiększenia udziału inwestorów detalicznych na tych rynkach. Wzrost ten musi jednak odbywać się przy pełnej świadomości tych inwestorów ryzyk i korzyści z jakimi się wiąże inwestowanie na tych rynkach. Mając to na uwadze, Ministerstwo Finansów podziela stanowisko Komisji Europejskiej, że inwestorzy detaliczni powinni mieć zapewnioną możliwość podejmowania bardziej świadomych decyzji inwestycyjnych, które lepiej odpowiadają ich potrzebom i celom, a także powinni być w wyższym stopniu chronieni na jednolitym rynku dzięki spójnym ramom regulacyjnym. Przyczyni się to do zwiększenia zaufania, co z kolei sprawi, że obywatele będą chętniej i w większym zakresie inwestować na rynkach kapitałowych. Ministerstwo pozytywnie odnosi się do proponowanych zmian w zakresie komunikacji i praktyk marketingowych. Wprowadzenie wymogu posiadania przez firmy inwestycyjne i dystrybutorów ubezpieczeń polityki w zakresie komunikacji marketingowej i praktyk marketingowych pomoże wzmocnić egzekwowanie przepisów nadzorczych w dyrektywie MiFID II oraz doprowadzić do poprawy integralności rynków finansowych. Ministerstwo pozytywnie ocenia także zmiany w zakresie ujawniania informacji dla inwestorów detalicznych. Istnieje bowiem potrzeba uporządkowania, uproszczenia i ograniczenia niektórych informacji przekazywanych inwestorom indywidualnym, w efekcie

zapewniając większą przejrzystość i możliwość podejmowania bardziej świadomych decyzji inwestorom detalicznym. Zbyt duża ilość obowiązków informacyjnych względem klienta nie zawsze sprzyja bowiem zapewnieniu mu skutecznej ochrony. Podobnie, Ministerstwo pozytywnie ocenia zapewnienie wysokich standardów zawodowych dla doradców finansowych i dystrybutorów ubezpieczeń oraz promowanie edukacji finansowej. Zmiany te powinny spowodować, że klient detaliczny będzie bardziej świadomy korzyści płynących z inwestowania na rynku kapitałowym przy jednoczesnym zapewnieniu profesjonalnej i rzetelnej usługi po stronie doradcy inwestycyjnego. Niezależnie od powyższego Ministerstwo Finansów dostrzega pewne niedoskonałości przedłożonych wniosków legislacyjnych. Istotnym elementem negocjacji będzie dla rządu RP wprowadzenie takich zmian, które nie ograniczą dostępu klientów do produktów finansowych i pewnych form doradztwa inwestycyjnego oraz nie podwyższą kosztów produktów finansowych. Pamiętać bowiem należy, że z uwagi na uwarunkowania historyczne, kulturowe oraz organizacyjne występujące w poszczególnych państwach członkowskich, nie wszystkie rozwiązania funkcjonujące w danym państwie członkowskim mogą zostać z powodzeniem rozciągnięte na inne państwa członkowskie. Ministerstwo Finansów aktywnie uczestniczy w pracach Rady UE nad przedmiotowym projektem.

Jednocześnie, w latach 2020 i 2021, UKNF sporządził dokumenty opisujące kwestie dotyczące jakości usług podmiotów pośredniczących, które powinny podlegać wzmożonej weryfikacji w latach 2021 i 2022. Sformułowane w tych dokumentach priorytety kontrolne i nadzorcze obejmowały następujące zagadnienia: *best execution*, konflikt interesów, model dystrybucji opłat, ujawniania ryzyka związanego z oferowanymi produktami oraz testy odpowiedniości. Kontrole skupione na ww. kwestiach prowadzono w latach 2021 i 2022. Po zakończeniu każdego z rocznych cykli kontroli, każdy z departamentów sporządzał raport zawierający podsumowanie podejmowanych czynności i zidentyfikowanych w toku realizacji naruszeń.

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

41. Zwiększenie przejrzystości rynku obligacji niepublicznych – wprowadzenie obowiązku dostarczania KNF sprawozdań dotyczących stabilności finansowej przez emitentów.

Działanie zrealizowane poprzez dodanie art. 7b w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.⁵² Zgodnie z tym artykułem, emitent obligacji jest zobowiązany przekazać Krajowemu Depozytowi Papierów Wartościowych, w terminie 15 dni od dnia dokonania ich emisji oraz 15 dni po zakończeniu każdego kolejnego miesiąca informacje o tych papierach wartościowych oraz o wartości świadczeń z nich wynikających, ze wskazaniem, czy i w jakim zakresie świadczenia te zostały spełnione. Informacje te są następnie publikowane przez KDPW w aplikacji internetowej www.rze.info Więcej informacji na ten temat znajduje się w pkt 66 niniejszego Sprawozdania.

Ponadto, w ramach *ustawy z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego i ochrony inwestorów na tym rynku*, wprowadzone zostały z inicjatywy Komisji Nadzoru Finansowego zmiany w ustawie o obligacjach. Dotyczą one przekazywania przez emitentów obligacji korporacyjnych informacji o sytuacji finansowej

⁵² Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku. Dz. U. poz. 2243.

i zadłużeniu, w tym publikowania na stronie internetowej emitenta rocznych sprawozdań finansowych wraz ze sprawozdaniem z badania.

STATUS: ZREALIZOWANE

42. Wprowadzenie wobec podmiotów nadzorowanych mechanizmu tzw. czynnego żalu

Działanie zrealizowane poprzez zmianę ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym. W ustawie dodano rozdział 2b (art. 18k-18z) „*Układ w sprawie warunków nadzwyczajnego złagodzenia sankcji*”. Nowa regulacja umożliwi uczestnikom rynku kapitałowego zwrócić się do KNF z wnioskiem o zawarcie układu w sprawie nadzwyczajnego złagodzenia sankcji, w toku postępowania przed KNF.

Układ może być zawarty, jeżeli podmiot będący stroną postępowania zaprzestał naruszania prawa albo usunął stan niezgodności z prawem oraz ujawnił Komisji wszelkie istotne okoliczności dotyczące naruszenia objętego danym postępowaniem, w tym współdziałające w naruszeniu osoby lub inne podmioty, oraz przedstawił dowody na poparcie tych okoliczności. Podmiot ten może zobowiązać się w układzie do: usunięcia w określonym terminie dających się usunąć skutków naruszenia objętego danym postępowaniem lub naprawienia szkód wyrządzonych w wyniku naruszenia. W ramach zawieranego układu Komisja może obniżyć karę pieniężną, która zostałaby nałożona bez zawarcia układu, bądź też złagodzić dolegliwość innej sankcji. W przypadku gdy przepis prawa przewiduje za dane naruszenie możliwość jednoczesnego nałożenia kary pieniężnej i cofnięcia zezwolenia, nałożenia zakazu albo zastosowania innej sankcji, złagodzenie sankcji może polegać na odstąpieniu od cofnięcia zezwolenia, nałożenia zakazu albo zastosowania innej sankcji i nałożeniu wyłącznie kary pieniężnej, także w wysokości obniżonej.

Powyższe przepisy zostały wprowadzone przy jednoczesnym ograniczeniu polegającym na konieczności zapewnienia zgodności przepisów o czynnym żalu z Kodeksem Postępowania Administracyjnego.

STATUS: ZREALIZOWANE

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

Analiza otoczenia prawnego i organizacyjnego w obszarze infrastruktury rozrachunkowej wykazała brak zasadności realizacji niniejszego działania w obecnym stanie prawnym.

Realizacja działania dotyczącego zapewnienia przeniesienia papierów wartościowych w tym samym dniu, w przypadku gdy uczestnik KDPW ogłasza upadłość, wiązałaby się z koniecznością istotnej ingerencji w zmiany prawa w Polsce. Związane jest to z wymogami art. 37 ust.3 *Rozporządzenia CSDR*⁵³ oraz art. 64 ust. 3 *Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/392*,⁵⁴ które to przepisy zakazują przekraczania stanu rachunku papierów wartościowych,

⁵³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012, Dz. Urz. UE L 257 z 28.8.2014, s. 1, z późn. zm.

⁵⁴ Rozporządzenie delegowane 2017/565 uzupełniające 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, Dz.U.UE.L.2017.87.1.

sald ujemnych oraz tworzenia papierów wartościowych w ramach systemu rozrachunku papierów wartościowych oraz nakazują, by uczestnicy dokonywali codziennych uzgodnień swojej ewidencji z wynikami rozrachunków przeprowadzonych przez KDPW, oraz z samą konstrukcją systemu depozytowego, w którym rachunki papierów wartościowych są prowadzone dla inwestorów poza KDPW przez firmy inwestycyjne i banki powiernicze.

Należy zaznaczyć, że już obecnie możliwe jest przenoszenie papierów wartościowych klienta na mocy decyzji administracyjnej wydanej przez UKNF, w sytuacji niewypłacalności uczestnika, do innego uczestnika, jeszcze przed ewentualnym ogłoszeniem upadłości uczestnika. Doświadczenia Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych w tym zakresie wskazują na efektywność tego procesu. Ponadto, krajowe przepisy implementujące *Dyrektywę BRRD*,⁵⁵ które wyposażyły krajowy organ przymusowej restrukturyzacji (BFG), a częściowo także UKNF, w szereg instrumentów umożliwiających sprawowanie efektywnego nadzoru nad sytuacją finansową banków i domów maklerskich oraz odpowiednie reagowanie na jej pogorszenie, umożliwiają zachowanie ciągłości obsługi ich klientów oraz wprowadzają możliwość przeniesienia ich papierów wartościowych do innego uczestnika w razie wszczęcia przymusowej restrukturyzacji banku lub domu maklerskiego, a więc na etapie przypadającym jeszcze przed ewentualnym ogłoszeniem jego upadłości.

Znaczące zmiany prawne byłyby zatem niewspółmierne do znikomego ryzyka związanego z ewentualnym wystąpieniem problemu związanego z pozostawieniem części papierów wartościowych inwestorów u uczestnika KDPW, którego została ogłoszona upadłość.

STATUS: NIEZREALIZOWANE

44. *Wprowadzenie regulacji zapewniających efektywność w sytuacji upadłości uczestników rozliczających lub KDPW_CCP*

Rozwiązania, które w sytuacji upadłości uczestnika KDPW_CCP powinny zapewnić na poziomie prawa krajowego m.in. (1) skuteczność pełnomocnictw złożonych w ramach systemów rozliczeń i rozrachunku w przypadku ogłoszenia upadłości uczestnika CCP, oraz (2) rozwiązania umowy o uczestnictwo upadłego uczestnika przy zapewnieniu rozliczenia złożonych transakcjami w formule *close-out netting*, zostały wprowadzone przepisami ustawy z 16 sierpnia 2023 r. w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego i ochrony inwestorów na tym rynku.⁵⁶

Z kolei, kwestie dotyczące upadłości CCP zostały uregulowane w *Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/23 z dnia 16 grudnia 2020 r. w sprawie ram na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do kontrahentów centralnych oraz zmieniającym rozporządzenia (UE) nr 1095/2010, (UE) nr 648/2012, (UE) nr 600/2014, (UE) nr 806/2014 i (UE) 2015/2365 oraz dyrektywy 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2007/36/WE, 2014/59/UE i (UE) 2017/1132*.⁵⁷ Na podstawie tego rozporządzenia KDPW_CCP przygotował tzw. plan naprawy, w którym przewiduje się środki podejmowane w przypadku wystąpienia zdarzeń niewykonania zobowiązania, zdarzeń niezwiązanych z niewykonaniem zobowiązania, jak również ich

⁵⁵ Dyrektywa 2014/59/UE ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012, Dz.U.UE.L.2014.173.190.

⁵⁶ Dz. U. 2023 poz. 1723.

⁵⁷ Dz.U.UE.L.2021.22.1.

kombinacji, celem (1) przywrócenia stabilnej sytuacji KDPW_CCP bez nadzwyczajnego, publicznego wsparcia finansowego, oraz (2) w celu umożliwienia KDPW_CCP dalszego świadczenia funkcji krytycznych w przypadku znaczącego pogorszenia się sytuacji finansowej lub ryzyka naruszenia wymogów kapitałowych i ostrożnościowych. W szczególności plan naprawy zawiera szczegółowy opis grup scenariuszy warunków skrajnych, oraz wskaźniki uruchomienia działań naprawczych, które pozwalają na ocenę, kiedy niezbędne jest uruchomienie procesu naprawy, jak również listę kompleksowych działań i uzgodnień naprawczych. Rozwiązania przyjęte w tym planie zostaną wprowadzone do regulaminów KDPW_CCP po zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego.

STATUS: ZREALIZOWANE

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

Działanie zostało zrealizowane przez *Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 28 grudnia 2020 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych*,⁵⁸ poprzez wzmocnienie znaczenia wartości godziwej oraz ograniczenie stosowania wyceny według skorygowanej ceny nabycia z wykorzystaniem efektywnej stopy procentowej. Zgodnie ze zmianą wprowadzoną w par. 23 *Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 24 grudnia 2007 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych*, aktywa i zobowiązania funduszu wycenia się według wiarygodnie oszacowanej wartości godziwej. Natomiast wycenę metodą skorygowanej ceny nabycia, oszacowanej przy zastosowaniu efektywnej stopy procentowej, z uwzględnieniem odpisów z tytułu utraty wartości składnika aktywów, dopuszcza się wyłącznie w przypadku aktywów i zobowiązań finansowych: (i) o pierwotnym terminie zapadalności nie dłuższym niż 92 dni, który to termin dotychczas nie podlegał wydłużeniu, oraz (ii) niepodlegających operacjom objęcia dłużnych papierów wartościowych kolejnej emisji połączonych z umorzeniem posiadanych przez fundusz dłużnych papierów wartościowych wcześniejszej emisji. Definicję wiarygodnie oszacowanej wartości godziwej określa par. 24 ww. *Rozporządzenia*.

Tym samym, metoda skorygowanej ceny nabycia, oszacowanej przy zastosowaniu efektywnej stopy procentowej, nie może być stosowana przez fundusze inwestycyjne do wyceny ich aktywów w tak powszechnym zakresie jak dotychczas. Zamiast tego, fundusze inwestycyjne zobowiązane są do wyceny aktywów i zobowiązań według wiarygodnie oszacowanej wartości godziwej. Za wiarygodnie oszacowaną wartość godziwą składnika lokat uznano przede wszystkim cenę z aktywnego rynku (poziom 1 hierarchii wartości godziwej).

STATUS: ZREALIZOWANE

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

Działanie zostało zrealizowane poprzez dodanie *Ustawą z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do*

⁵⁸ Dz.U. 2020 poz. 2436.

zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw,⁵⁹ ust. 3h w art. 83a. Jednocześnie, w dniu 23 grudnia 2021 r., KNF opublikowała stanowisko w sprawie utrwalania kontaktów z klientami firm inwestycyjnych.⁶⁰ Obowiązek nagrywania przez firmy inwestycyjne rozmów z klientami detalicznymi w związku ze świadczeniem usługi doradztwa inwestycyjnego oraz zarządzania portfelami w istotny sposób ułatwi inwestorom dochodzenie późniejszych roszczeń odszkodowawczych, zaś Komisji Nadzoru Finansowego nadzór nad dochowywaniem wymaganych standardów świadczenia usług przez pracowników firm inwestycyjnych oraz firmom inwestycyjnym właściwe przeprowadzanie procesów reklamacyjnych.

STATUS: ZREALIZOWANE

47. *Wprowadzenie ram prawnych i regulacyjnych oraz wytycznych dla produktów i usług dostępnych lub stosowanych jedynie w ograniczonym zakresie.*

Rozwiązania legislacyjne dedykowane instrumentom i usługom finansowym dostępnym na polskim rynku jedynie w ograniczonym zakresie, o których mowa w SRRK, zostały wprowadzone poprzez *Ustawę o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego i ochrony inwestorów na tym rynku*.⁶¹ Rozwiązania te dotyczą w szczególności funduszy ETF (ang. *Exchange-Traded Funds*), produktów strukturyzowanych takich jak bankowe prawa pochodne oraz pożyczek papierów wartościowych umożliwiających rozwój krótkiej sprzedaży. W przypadku ETF, sukcesem było uproszczenie i poprawienie przepisów w zakresie corocznego odnowienia prospektu oraz dziennej publikacji składu portfela. Tym niemniej, w świetle obecnych przepisów, funkcjonujące w Polsce ETFy, inaczej niż w Europie, nie są uznawane za fundusze UCITS. Według uczestników rynku znacząco obniża to ich rozpoznawalność na rynkach europejskich i wśród inwestorów zagranicznych.

Produkty strukturyzowane zostały zidentyfikowane jako kategoria, która może wymagać nowych rozwiązań legislacyjnych ze względu na brak odpowiedniej regulacji i dostępności w Polsce. Przeprowadzone przez właściwe organy administracji publicznej analizy krajowego rynku ujawniły dominację dystrybucji produktów emitowanych pod prawem obcym (np. niemieckim, angielskim). Produkty krajowe przybierały natomiast formę lokat strukturyzowanych oraz bankowych papierów wartościowych (BPW). Za główną barierę rozwoju krajowego rynku produktów strukturyzowanych uznano brak pewności prawnej. Wskazywano na brak możliwości emitowania produktów strukturyzowanych, z uwagi na zasadę zamkniętego katalogu papierów wartościowych i brak odpowiednich podstaw materialnych. Wprowadzone regulacje likwidują te bariery.

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

48. *Wprowadzenie do krajowego systemu prawnego nowego modelu funduszu inwestycyjnego, atrakcyjnego z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych (np. SICAV).*

⁵⁹ Dz. U. 2019 poz. 2217.

⁶⁰ *Stanowisko UKNF w sprawie utrwalania kontaktów z klientami firm inwestycyjnych*, grudzień 2021. Dostęp: [Stanowisko UKNF ws utrwalania kontaktow z klientami firm inwestycyjnych 76340.pdf](#)

⁶¹ Dz. U. 2023 poz. 1723.

Realizacja niniejszego celu określonego w Strategii przebiegła dwutorowo. Po pierwsze, przeprowadzona została szczegółowa analiza użyteczności nowych modeli funduszu inwestycyjnego (w tym SICAV) pod kątem rozwoju instrumentów finansowych notowanych na rynku publicznym. Zgodnie z wnioskami z tej analizy, określono ramy regulacyjne dla instrumentów takich jak fundusze ETF, które wdrożone zostały przez *Ustawę z dnia 16 sierpnia 2023 o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego i ochrony inwestorów na tym rynku*.⁶²

Po drugie, zgodnie z postulatami Strategii, dokonano wstępnej analizy wyzwań i barier regulacyjnych dla rozwoju prywatnego rynku kapitałowego w Polsce (tj. funduszy *venture capital* i *private equity*). O ile nie zidentyfikowano istotnych barier regulacyjnych dla inwestycji w prywatne fundusze przez inwestorów instytucjonalnych (np. zgodnie z Ustawą z 4 października 2018 r. o pracowniczych planach kapitałowych, fundusze zdefiniowanej daty w ramach PPK mogą inwestować do 10% aktywów w fundusze rynku prywatnego), to na polskim rynku istnieją bariery regulacyjne (a potencjalne także poza-regulacyjne) dla tworzenia i funkcjonowania funduszy rynku prywatnego. W celu ich szczegółowej identyfikacji i wyeliminowania, we współpracy z Europejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju, rozpoczęty został projekt „*Assessment and Action Plan for Developing Poland’s Private Equity Ecosystem*”.

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

49. *Wprowadzenie przez KNF standaryzowanych i zautomatyzowanych procesów emisji.*

W wyniku prac nad standaryzacją procesów emisji UKNF opracował i opublikował w marcu 2022 r. tzw. *Przewodnik prospektowy*⁶³ oraz listę najczęściej zadawanych pytań wraz z odpowiedziami. *Przewodnik prospektowy* ma pomóc w przygotowaniu prospektu oraz przeprowadzeniu oferty publicznej papierów wartościowych lub ubieganiu się o ich dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym. Jego celem jest usprawnienie procesu przygotowania dokumentacji prospektowej i przejścia przez proces weryfikacji tej dokumentacji przez KNF oraz ułatwienie wypełniania obowiązków związanych z zatwierdzonym prospektem. Przewodnik zawiera wskazówki i objaśnienia do przepisów i procedur związanych z prospektem oraz przykłady i wzory, w jaki sposób powinny być prezentowane informacje i jakie są zasady sporządzania poszczególnych części prospektu. Zawiera on propozycje dotyczące zakresu i formy dokumentów w postaci ich wzorów.

Jednocześnie należy zaznaczyć, że pełna automatyzacja procesu zatwierdzania prospektu nie jest możliwa z uwagi na fakt, że pełna ocena czy dokument informacyjny spełnia wymagania formułowane w obowiązujących przepisach prawa polskiego i europejskiego wymaga udziału czynnika ludzkiego.

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

50. *Wdrożenie tak zwanej jednolitej licencji bankowej i eliminacja barier organizacyjnych dotyczących świadczenia usług inwestycyjnych w bankach.*

⁶² Dz. U. 2023 poz. 1723.

⁶³ Przewodnik prospektowy, UKNF 2022. Dostęp: https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_ryнку_kapitałowego/Oferty_Publiczne_i_Prospekty_Emisyjne/przewodnik_prospektowy

Jednolita Licencja Bankowa (JLB) została wprowadzona poprzez przepisy *Ustawy z dnia 16 sierpnia 2023 o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego i ochrony inwestorów na tym rynku*.⁶⁴ Kluczowe założenia co do kształtu JLB zostały wypracowane przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego oraz środowiska bankowego (Związek Banków Polskich) i firm inwestycyjnych (Izba Domów Maklerskich). Przepisy ustawy przewidują m.in.:

- uproszczenie procedur licencyjnych w zakresie prowadzenia działalności maklerskiej przez banki – prowadzenie tej działalności nie będzie wymagało uzyskiwania przez bank dodatkowego zezwolenia, lecz będzie się dokonywało w ramach jednolitego zezwolenia wydawanego na etapie wydawania zezwolenia na prowadzenie działalności bankowej. Ponadto, rozszerzenie działalności banku na czynności maklerskie nieobjęte dotychczasowym zezwoleniem będzie dokonywane w trybie zmiany statutu banku;
- złagodzenie zasad wydzielenia organizacyjnego biura maklerskiego w ramach banku (poprzez umożliwienie realizacji wybranych wymogów prawnych z poziomu całego banku, w celu uproszczenia rozwiązań organizacyjnych w bankach, pozwalającego na zastosowanie jednolitego podejścia do klienta w ramach poszczególnych obszarów działalności banku);
- rozszerzenie zakresu działalności inwestycyjnej oraz usług inwestycyjnych banków poza strukturą biura maklerskiego, z zachowaniem wyłączności biur maklerskich w zakresie świadczenia usług inwestycyjnych dotyczących instrumentów dopuszczonych do obrotu zorganizowanego oraz prowadzenia publicznych ofert prospektowych,
- umożliwienie bankom państwowym prowadzenia działalności maklerskiej.

Zmiany w tym zakresie powinny zapewnić szerokie uczestnictwo banków w rynku kapitałowym i umożliwić uruchomienie jego nowych segmentów, takich jak segment listów zastawnych, kontraktów terminowych na obligacje lub transakcji zabezpieczających ryzyko stopy procentowej. Ponadto, zmiany te zbliżają krajowe rozwiązania z zakresu świadczenia przez banki usług maklerskich do tych przyjętych w innych państwach członkowskich, oraz w pełniejszym stopniu oddają rozwiązania przewidziane Dyrektywą MiFID, która w odniesieniu do instytucji kredytowych nie przewiduje obowiązku uzyskania dodatkowego zezwolenia na prowadzenie działalności maklerskiej.

STATUS: ZREALIZOWANE

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

Ramy prawne dla wykorzystania technologii rozproszonego rejestru (DLT) zostały wprowadzone poprzez przepisy *Ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego i ochrony inwestorów na tym rynku*.⁶⁵ Przepisy te służą zapewnieniu harmonizacji i niezakłóconego stosowania rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/858 z dnia 30 maja 2022 r. w sprawie systemu pilotażowego

⁶⁴ Dz. U. 2023 poz. 1723.

⁶⁵ Op.cit.

na potrzeby infrastruktur rynkowych opartych na technologii rozproszonego rejestru, a także zmiany rozporządzeń (UE) nr 600/2014 i (UE) nr 909/2014 oraz dyrektywy 2014/65/UE.⁶⁶

Najważniejsze regulacje w tym zakresie dotyczą:

- terminologii, w szczególności rozszerzenia w tym zakresie definicji Alternatywnego Systemu Obrotu, która będzie obejmować również ASO DLT;
- określenia zasad ewidencjonowania papierów wartościowych w formie DLT - podstawą będzie rejestracja takich papierów wartościowych przez podmioty prowadzące rozproszone rejestry, chyba że zostaną one z takiego obowiązku zwolnione, wtedy będą zobowiązane jedynie do ich ewidencjonowania;
- ustanowienia zasady prowadzenia obrotu i rozrachunku papierami wartościowymi w technologii DLT, w przypadku uzyskania zwolnienia od stosowania przepisów ogólnych w tym zakresie;
- umożliwienia emitowania tokenów, stanowiących cyfrowe odzwierciedlenie praw majątkowych, w celu wykorzystania do rozrachunku transakcji zawieranych w systemach obrotu na infrastrukturach rynkowych opartych na DLT.

STATUS: ZREALIZOWANE

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

Zwolnienie euroobligacji z podatku od źródła zostało zrealizowane poprzez zmiany w art. 21 ust. 1 pkt 130c ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz art. 17 ust. 1 pkt 50c ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych.⁶⁷

Ponadto, wprowadzona została tak zwana ulga na IPO umożliwiająca emitentowi uwzględnienie w rachunku podatkowym wydatków poniesionych bezpośrednio na przygotowanie pierwszej oferty publicznej dotyczącej akcji. Emitent będzie mógł pomniejszyć podstawę opodatkowania o kwotę stanowiącą:

- 150% wydatków na przygotowanie prospektu emisyjnego, opłaty notarialne, sądowe, skarbowe i giełdowe oraz opracowanie i publikację ogłoszeń wymaganych przepisami prawa,
- 50% wydatków, bez uwzględnienia podatku od towarów i usług, na usługi doradztwa prawnego, w tym doradztwa podatkowego, i finansowego, nie więcej jednak niż 50 000 zł.

Ulga na IPO została wprowadzona poprzez art. 18ed przez *Ustawę z 7 października 2022 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz niektórych innych ustaw.*⁶⁸

Jednocześnie, w Ministerstwie Finansów przygotowane zostały założenia w zakresie zachęt podatkowych dla emitentów obligacji transformacyjnych. Jednak, zgodnie z brzmieniem samej

⁶⁶ Dz. Urz. UE L 151 z 2.6.2022 r. str. 1.

⁶⁷ Dz.U. 2022 poz. 2180.

⁶⁸ Op.cit.

SRRK, zmiany w zakresie podatków powinny być wprowadzane ze szczególnym uwzględnieniem stabilności, efektywności i zrównoważenia finansów publicznych. Ze względu na konieczność ograniczenia wydatków budżetowych w latach 2023-2024, intencją Ministerstwa Finansów jest wprowadzenie przedmiotowych ulg w późniejszym terminie.

Ponadto, prace nad zwiększeniem ulg dla programów akcji pracowniczych zostały podjęte w ramach prac nad programem partycypacji finansowej pracowników przez Ministerstwo Rozwoju i Technologii. Celem prac MRiT ma być kompleksowe uregulowanie kwestii akcjonariatu pracowniczego. Działania te nie zostały zakończone do dnia złożenia niniejszego Sprawozdania.

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

53. *Zachęty podatkowe dla inwestorów: • umożliwienie kompensacji zysków/strat kapitałowych dla jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych i innych papierów wartościowych, • zmniejszona stawka podatku dochodowego od dywidend w przypadku inwestycji długoterminowych, • zmiana obowiązującego sposobu opodatkowania odsetek od obligacji w sposób, który zapewni analogiczny poziom opodatkowania niezależnie od tego, czy inwestor nabywa obligacje na rynku pierwotnym czy wtórnym.*

Ustawa z 26 maja 2023 o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz niektórych innych ustaw⁶⁹ wprowadza zmiany umożliwiające kompensację dochodów i strat z inwestycji w fundusze kapitałowe z dochodami i stratami uzyskanymi z innych inwestycji kapitałowych. Zgodnie z postulatami SRRK, przeprowadzona została analiza zasadności ograniczenia kompensacji zysków i strat z najbardziej ryzykownych aktywów (np. *Contracts For Difference* i rynku *forex*) poprzez wydzielenia ich do odrębnej grupy aktywów na potrzeby rozliczenia podatku od zysków kapitałowych. Analiza wykazała brak zasadności takiego rozwiązania, jako że skutkowałoby ono efektywnym zwiększeniem obciążeń podatkowych inwestorów w porównaniu do ich sytuacji w tamtym czasie.

W odniesieniu do inwestycji długoterminowych, wprowadzone zostało rozwiązanie zwalniające z podatku od zysków kapitałowych zysków ze sprzedaży akcji zakupionych w ramach pierwszej oferty publicznej, których zbycie nastąpiło nie wcześniej niż po 3 latach od dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym albo ich wprowadzenia do alternatywnego systemu obrotu. Zmiana została wprowadzona poprzez dodanie pkt 105a w art. 21 ust. 1 w *Ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych*.⁷⁰ Jednocześnie, kierując się koniecznością odpowiedzialnego planowania budżetu, Ministerstwo Finansów podjęło w 2022 r. decyzję o odłożeniu na kolejne lata decyzji o wprowadzeniu zmniejszonej stawki podatku dochodowego od dywidend w przypadku długoterminowych inwestycji.

Jednocześnie, poprzez dodanie w tej samej ustawie art. 26hc, wprowadzona została Ulga Venture Capital umożliwiająca inwestorom odliczenie od podstawy opodatkowania 50% kwoty inwestycji w alternatywną spółkę inwestycyjną, lub spółkę kapitałową, w której alternatywna spółka inwestycyjna posiada co najmniej 5% udziałów (akcji) – do wysokości nieprzekraczającej 250 000 zł w roku podatkowym.

⁶⁹ Dz. U. 2023 poz. 1059.

⁷⁰ Ustawa z dnia 29 października 2021 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz niektórych innych ustaw. Dziennik Ustaw 2021 r. poz. 2105.

Odnosnie opodatkowania odsetek od obligacji, zmiana zapewniająca analogiczny poziom tego opodatkowania niezależnie od tego, czy inwestor nabywa obligacje na rynku pierwotnym czy wtórnym, została wprowadzona w *Ustawie o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz niektórych innych ustaw*⁷¹ poprzez dodanie do katalogu przychodów ze źródła *kapitały pieniężne*, określonego w art. 17 ust. 1 *ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych*, przychodów z wykupu przez emitenta obligacji, od których są należne świadczenia okresowe.⁷²

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

54. Zachęty podatkowe dla pośredników: zwolnienie transakcji repo spełniających określone kryteria z podatku od niektórych instytucji finansowych.

Zgodnie z przepisami Ustawy z dnia 16 listopada 2022 r. o zmianie ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych oraz niektórych innych ustaw⁷³ wartość aktywów wynikających z tzw. transakcji repo, której przedmiotem są skarbowe papiery wartościowe, została wyłączona z podstawy opodatkowania w podatku od niektórych instytucji finansowych, o ile spełnione są dwa warunki: 1) transakcja została zawarta na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu, 2) transakcja podlega rozliczeniu przez CCP. Powyższe warunki nie dotyczą transakcji zawieranych przez uczestników rynku z Skarbem Państwa, Narodowym Bankiem Polskim lub Bankowym Funduszem Gwarancyjnym.

STATUS: ZREALIZOWANE

55. Usprawnienia w zakresie administracji skarbowej dla emitentów – centralizacja procesów dla emitentów.

Usprawnienie w zakresie administracji skarbowej dla emitentów zostało przeprowadzone poprzez skupienie obsługi spółek publicznych w jednym, dedykowanym urzędzie skarbowym. Skutkiem zmiany była profesjonalizacja obsługi szczególnych podmiotów jakimi są spółki giełdowe i zapewnienie im wyspecjalizowanej, indywidualnej obsługi przez urzędników zaznajomionych ze specyfiką ich funkcjonowania.

W latach 2019 – 2020 obsługa spółek publicznych odbywała się w 20 wyspecjalizowanych urzędach skarbowych. Spółki giełdowe obsługiwane przez 20 wyspecjalizowanych urzędów skarbowych wg stanu na grudzień 2020 r.

Lp.		Rynek główny	NewConnect	Suma
1	Liczba podmiotów na poszczególnych rynkach	431	374	805

W związku z realizacją SRRK, od stycznia 2021 roku dokonano następujących zmian we właściwości urzędów skarbowych:

⁷¹ Dz. U z 2023 r. poz. 1059.

⁷² Dz. U. z 2022 r. poz. 2647.

⁷³ Dz.U. 2022 poz. 2745.

- Skoncentrowano obsługę podmiotów z całego kraju, które prowadzą działalność o największej skali (tj. przychód/obróć netto powyżej 50 mln euro) w I Mazowieckim Urzędzie Skarbowym w Warszawie,
- Skoncentrowano obsługę Narodowego Banku Polskiego, banków państwowych i banków krajowych prowadzonych w postaci spółek akcyjnych oraz banków hipotecznych, krajowych zakładów ubezpieczeń i krajowych zakładów reasekuracji, podatkowych grup kapitałowych i spółek wchodzących w ich skład oraz spółek giełdowych w I Mazowieckim Urzędzie Skarbowym w Warszawie.

Każdy podmiot w I Mazowieckim Urzędzie Skarbowym ma przydzielonego opiekuna oraz ma możliwość korzystania z dedykowanej infolinii dla Kluczowych Podmiotów, pozwalającej na lepsze dopasowanie świadczonej usługi do profilu podatnika (w porównaniu z kontaktem telefonicznym ogólnie dostępnym w każdym urzędzie skarbowym, tj. przeznaczonym dla wszystkich osób zainteresowanych kontaktem z KAS). Konsultacje z interesariuszami, w tym ze Stowarzyszeniem Emitentów Giełdowych wskazują na pozytywny odbiór wprowadzonych zmian przez spółki publiczne.

Spółki giełdowe publiczne obsługiwane przez I MUS wg stanu na maj 2023 r.

Lp.		Rynek główny	NewConnect	Suma
1	Liczba podmiotów na poszczególnych rynkach	364	357	721
1a	w tym liczba banków	7	0	7
1b	w tym Liczba towarzystw funduszy i podmiotów zarządzających	3	1	4
1c	w tym liczba zakładów ubezpieczeń	1	0	1
1d	w tym liczba spółek wchodzących w skład PGK	13	0	13
2	Liczba podmiotów z wyłączeniem podmiotów Lp. 1a-1d	340	356	696
2a	w tym liczba podmiotów, które osiągnęły przychód powyżej 50 mln euro	111	7	118

STATUS: ZREALIZOWANE

56. *Harmonizacja zasad podatkowego traktowania obligacji (dla obligacji wyemitowanych przed i po 2015 r.).*

Działanie to jest zrealizowane poprzez uchylene art. 8 *Ustawy z dnia 29 sierpnia 2014 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawy o podatku dochodowym*

od osób fizycznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2019 r. poz. 1328 i 1478). Artykuł został uchylony w *Ustawie z dnia 29 października 2021 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz niektórych innych ustaw*.⁷⁴ Celem zmiany jest ujednoczenie zasad poboru zryczałtowanego podatku od przychodów z odsetek wypłacanych z tytułu obligacji nieskarbowych, na rzecz nierezydentów.

STATUS: ZREALIZOWANE

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

Wstępne działania na rzecz wylimitowania opóźnień w rejestracji papierów wartościowych przez sądy zostały podjęte przez Ministerstwo Sprawiedliwości. Istotnym krokiem było wprowadzenia od dnia 1 lipca 2021 r. obowiązku wobec spółek zarejestrowanych w Krajowym Rejestrze Sądowym do składania wszystkich wniosków do tego rejestru drogą elektroniczną przez system teleinformatyczny Ministerstwa Sprawiedliwości. Zmiana ta powinna wpłynąć również na przyspieszenie procesu rejestracji papierów wartościowych przez sąd po przeprowadzeniu emisji akcji. Tym niemniej, wymagane są dalsze działania w obszarze cyfryzacji usług leżących w gestii sądów rejestrowych.

STATUS: NIEZREALIZOWANE

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

Przejrzystość i należyte informowanie emitentów w odniesieniu do przestrzegania postanowień rozporządzenia MAR

UKNF przeprowadził projekt pod nazwą *Inicjatywa STOR 2020*, który dotyczył wykrywania i raportowania o naruszeniach rozporządzenia MAR przez podmioty nadzorowane. W ramach Inicjatywy, UKNF przeprowadził analizy w zakresie wykrywania i raportowania o nadużyciach przez podmioty do tego zobowiązane na mocy przepisów rozporządzenia MAR. W ich wyniku UKNF zrealizował 18 działań skierowanych do trzech grup uczestników rynku. Ponadto, w ramach uzupełnienia, podjęto prace nad formularzem online ESPI służącym do zgłaszania STOR. Obok formularza, utworzono dedykowaną podstronę internetową informującą o podstawach prawnych, sposobie odbierania zgłoszeń, procedurach, zasadach zachowania poufności i ochrony sygnalistów.

W ramach projektu edukacyjnego CEDUR, w latach 2020-2022, UKNF przeprowadził seminaria o tematyce MAR dla instytucji zarządzających aktywami, także z zakresu obowiązków informacyjnych czy sprawozdawczości dla emitentów:

- Wykrywanie nadużyć rynkowych oraz raportowanie przez firmy inwestycyjne o podejrzanych zleceniach i transakcjach w świetle przepisów rozporządzenia MAR

⁷⁴ Dz.U. 2021 poz. 2105.

- ESEF – nowe obowiązki związane ze sprawozdawczością w Jednolitym Europejskim Formacie Raportowania
- Raportowanie o podejrzanym zleceniach i transakcjach w świetle przepisów Rozporządzenia MAR przez instytucje zarządzające aktywami
- Wypełnianie obowiązków informacyjnych przez emitentów papierów wartościowych - doświadczenia nadzorcze oraz praktyki rynkowe w tym zakresie
- Raportowanie okresowe emitentów – zgodność z obowiązującymi regulacjami (*financial framework*), w szczególności MSR/MSSF oraz ESEF (Jednolity Europejski Format Raportowania)
- Obowiązki informacyjne emitentów w zakresie informacji niefinansowej
- Sprawozdawczość finansowa emitentów – zgodność z obowiązującymi regulacjami (*financial framework*), w szczególności MSR/MSSF oraz ESEF (Jednolity Europejski Format Raportowania).

Egzekwowanie obowiązków w zakresie najlepszego wykonywania

UKNF sformułował „priorytety nadzorcze i kontrolne” obejmujące egzekwowanie obowiązków w zakresie najlepszego wykonywania. W wyniku czynności nadzorczych i kontrolnych powstał raport prezentujący wyniki czynności UKNF w tym zakresie. Przeprowadzone analizy nie wykazały nieprawidłowości w procesie najlepszej realizacji zleceń przez firmy inwestycyjne. Wymogi prawne w tym zakresie są, co do zasady, przestrzegane przez firmy inwestycyjne, a przepisy stosowane prawidłowo.

Ponadto w przepisach *Ustawy z dnia 16 sierpnia 2023 o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego i ochrony inwestorów na tym rynku*⁷⁵ została doprecyzowana definicja usługi wykonywania zleceń nabywania i zbywania instrumentów finansowych. Zmiana usuwa wątpliwości co do okoliczności, że także w przypadku transakcji nabycia i zbycia instrumentów finansowych na własny rachunek podmiot świadczy klientowi usługę wykonywania zleceń. W takiej sytuacji jest obowiązany stosować także przepisy dotyczące najlepszego wykonania zlecenia.

STATUS: ZREALIZOWANE

59. Współpraca GPW i PAIH w celu promowania polskiego rynku kapitałowego za granicą.

Współpraca Giełdy Papierów Wartościowych i Polskiej Agencji Inwestycji i Handlu w zakresie promocji polskiego rynku kapitałowego zagranicą skupiła się na kontynuacji dwóch inicjatyw.

Po pierwsze, kształceniu przedstawicieli oddziałów PAIH na świecie w zakresie wiedzy na temat możliwości oferowanych przez polski rynek kapitałowy. W ramach współpracy organizowane były w okresie 2018-2019 cykliczne szkolenia przedstawicieli oddziałów. Podczas tych szkoleń, specjaliści z GPW przedstawiali uczestnikom najnowsze trendy i praktyki dotyczące procesu emisji akcji oraz obligacji na polskim rynku kapitałowym. Szczegółowo omawiano procedury, wymogi prawne i regulacje związane z emisją papierów wartościowych, w tym także kluczowe aspekty notowania i obrotu na GPW. Uczestnicy mieli okazję zapoznać się z praktycznymi przypadkami i analizą przykładów udanych emisji, co pozwoliło lepiej zrozumieć mechanizmy funkcjonowania rynku kapitałowego. Szkolenia te skupiały się również na omówieniu korzyści wynikających z pozyskania finansowania poprzez emisję akcji i obligacji na polskim rynku.

⁷⁵ Dz. U. z 2023 r. poz. 1723.

Przedstawiano potencjalne możliwości rozwoju, zwiększenia kapitału oraz widoczności firmy na arenie międzynarodowej.

Dodatkowo, w 2019 roku, GPW uruchomiła Akademię GPW Growth - program szkoleniowy kierowany do kadry menedżerskiej spółek publicznych i jeszcze nienotowanych na giełdzie, skoncentrowany na doskonaleniu umiejętności menedżerskich oraz dostarczeniu uczestnikom kompleksowej wiedzy z zakresu odpowiedzialnego zarządzania firmą. PAIH od samego początku jest partnerem Akademii GPW Growth, wspierając inicjatywę poprzez przekazywanie swojej wiedzy i doświadczenia w zakresie rozwoju firm na rynkach zagranicznych. Dzięki temu, uczestnicy programu zdobywają cenne informacje na temat ekspansji zagranicznej, poszerzania działalności na nowych rynkach oraz zdobycia konkurencyjnej przewagi na arenie międzynarodowej.

STATUS: ZREALIZOWANE

60. *Plany rozwoju rynku wtórnego akcji zakładające konkurowanie z najlepiej rozwiniętymi rynkami na świecie:*
- *zmiana technologii na GPW w celu osiągnięcia lepszych mechanizmów kształtowania cen i wyszukiwania źródeł płynności,*
 - *wykorzystanie łatwego dostępu do przyciągnięcia bardziej niejednorodnej społeczności użytkowników,*
 - *wdrożenie dostępu sponsorowanego,*
 - *dążenie do obniżenia kosztów dostępu dla inwestorów indywidualnych,*
 - *stworzenie strategii „odzyskania rynku” w odniesieniu do utraconego wolumenu zagranicznego,*
 - *zróźnicowanie produktów i rozwój usług, np. typy zleceń, aukcje, SLB,*
 - *działania edukacyjne dla pośredników i inwestorów.*

Zmiana technologii na GPW w celu osiągnięcia lepszych mechanizmów kształtowania cen i wyszukiwania źródeł płynności

W ramach rozwoju rynku wtórnego Giełda Papierów Wartościowych uruchomiła Program Wsparcia Technologii, mający na celu poprawę efektywności oraz konkurencyjności działalności prowadzonej przez krajowe domy maklerskie poprzez unowocześnienie ich infrastruktury technologicznej.

Zasady Programu zostały wypracowane w ramach konsultacji z domami maklerskimi. Uczestnictwo w Programie umożliwiło skorzystanie z rabatów w zakresie niektórych opłat giełdowych, pod warunkiem poniesienia przez domy maklerskie udokumentowanych wydatków na zwiększenie potencjału technologicznego, a co za tym idzie podniesienia jakości oferowanych usług. Do działań objętych Programem zaliczał się m.in. zakup licencji lub zwiększenie potencjału technologicznego związanego z działalnością animatora rynku, działów sprzedaży instytucjonalnej, stworzenie lub kupno aplikacji dla inwestorów indywidualnych. Program skierowany był do wszystkich członków GPW, którzy działali bezpośrednio na Rynku Głównym akcji, derywatach oraz NewConnect na dzień 28 lutego 2019 r.

Ponadto, GPW kontynuowała uruchomione w roku 2013 programy wspierające płynność na rynku giełdowym:

- High Volume Provider – program skierowany do podmiotów wykorzystujących kapitał własny do handlu na rynkach giełdowych. W ramach programu GPW oferuje stawki obniżone o 70% w stosunku do stawek regularnych w zamian za spełnienie minimalnych wymagań obrotu. Program HVP jest dostępny zarówno dla rynku akcji jak i derywatów.

- High Volume Funds – program skierowany do alternatywnych funduszy inwestycyjnych handlujących aktywnie na GPW. Oferuje stawki obniżone o 70% w stosunku do stawek regularnych w zamian za spełnienie minimalnych wymagań obrotu w ujęciu miesięcznym. Program HVF jest dostępny zarówno dla rynku akcji jak i kontraktów pochodnych.

Powyższe programy zostały wprowadzone by poszerzyć ekosystem podmiotów działających na rynkach GPW i zagospodarować zasoby nowych klientów, którzy nie byli wcześniej zainteresowani handlem w Warszawie.

GPW wprowadziła program zachęt dla animatorów w mniej płynnych segmentach rynku, w którym Animatorzy Rynku nie ponoszą kosztów zawierania transakcji dla akcji spoza indeksu WIG20.

Ponadto, GPW wprowadziła również górne ograniczenia w poziomie opłat ponoszonych przez emitentów ETF-ów (Exchange Traded Funds) oraz produktów strukturyzowanych, w celu ułatwienia dostępności tych instrumentów dla szerszego grona inwestorów.

W dniu 4 listopada 2022, GPW uruchomiła również nowy segment rynku GlobalConnect adresowany przede wszystkim do klientów detalicznych. GlobalConnect został uruchomiony jako nowy rynek w ramach Alternatywnego Systemu Obrotu GPW. Na dzień 31 sierpnia 2023 r. w systemie dostępnych było 13 spółek. W najbliższym czasie planowane jest wprowadzenie akcji kolejnych spółek do obrotu. Docelowo GPW chce oferować wszystkie kluczowe spółki z rynków europejskich, z rynku amerykańskiego, a także zagraniczne ETFy.

Wykorzystanie łatwego dostępu do przyciągnięcia bardziej niejednorodnej społeczności użytkowników

Przyjęte rozwiązania technologiczne i systemowe pozwoliły GPW na pozyskanie klientów z obszaru handlu systematycznego oraz poszerzenie grona animatorów. Według stanu na koniec II kw. 2023, udział firm działających w ramach programu HVP/HVF wyniósł 19%, z kolei udział firm handlujących na rachunek własny kontraktami terminowymi w ramach programu HVP/HVF stanowił 5,7% obrotów ogółem. Obecnie GPW współpracuje z 22 animatorami rynku.

W 2023 roku GPW podjęła decyzję o przeniesieniu swojego centrum danych do Equinix w celu ułatwienia i uproszczenia dostępu do polskiego rynku dla wielu kategorii podmiotów (*DMA* – bezpośredni dostęp do rynku, dostęp sponsorowany, handel algorytmiczny).

W zakresie umożliwienia łatwiejszego dostępu do nowego systemu transakcyjnego szerokiemu gronu użytkowników, GPW planuje udostępnienie otoczeniu zewnętrznemu (domom maklerskim i ISV (Independent Software Vendors) fragmentów dedykowanego oprogramowania dotyczącego interfejsów dostępowych i odbiorczych systemu GPW WATS. Takie działania mają na celu podniesienie zdolności innowacyjnych i efektywności instytucji pośredniczących, a także stanowią walor promocyjny dla GPW.

Udostępnienie przez GPW fragmentów dedykowanego oprogramowania dotyczącego interfejsów dostępowych i odbiorczych systemu GPW WATS, ma na celu ułatwienie biurom maklerskim, niezależnym dostawcom oprogramowania oraz dostawcom danych, podłączenia do systemu obrotu.

Wdrożenie dostępu sponsorowanego

Wprowadzenie do Regulaminu GPW zasad dostępu sponsorowanego zgodnego z Rozporządzeniem delegowanym KE (UE) 2017/589 nastąpiło 3 stycznia 2018 r. GPW udostępniła również usługę RMA (*Risk Management Access*) dla dostępu sponsorowanego,

jako dodatkowej opcji dostępowej obok najbardziej popularnych kanałów dostępu - Bezpośredniego Dostępu do Rynku (DMA), Bezpośredniego Dostępu Elektronicznego (DEA) oraz kolokacji.

Dążenie do obniżenia kosztów dostępu dla inwestorów indywidualnych

Wdrożenie przedstawionych w niniejszym punkcie programów oraz rozwiązań przyczyniło się do poprawy płynności oraz głębokości rynku, co w efekcie miało wpływ na spadek kosztu zawarcia transakcji mierzonego wskaźnikiem WLM (Warsaw Liquidity Measure - wskaźnik typu *market impact*, pozwalający na określenie kosztów hipotetycznej, z góry znanej wartości transakcji i jest wyrażany w punktach bazowych) na akcjach spółek z indeksów WIG 20 oraz mWIG40.

Stworzenie strategii odzyskania rynku w odniesieniu do utraconego wolumenu zagranicznego

Działania nakierowane na wzrost wolumenu zagranicznego skoncentrowane były na rozwoju usług kolokacji. Wzrost aktywności zagranicznych firm inwestycyjnych znalazł odzwierciedlenie w wolumenach rynkowych. Udział inwestorów zagranicznych w obrotach na GPW wzrósł do poziomu 64% na koniec 2022 r. z poziomu 53% na koniec 2017 r. Uruchomienie programów wspierających aktywny handel przyniosło efekt w postaci pozyskania 13 nowych międzynarodowych uczestników.

Działania edukacyjne dla pośredników i inwestorów

- Od 2019 r.: coroczna konferencja na temat inwestowania pasywnego: *Warsaw Passive Investment Conference*, kierowana do zarządzających, sprzedających i inwestorów indywidualnych.
- 2020 r.: wspólna promocja materiałów edukacyjnych o kontraktach terminowych przygotowanych przez DM BOŚ, kierowana do inwestorów indywidualnych.
- 2020 r.: szkolenia *Sustainable Investment Fundamentals* - seria webinarów mających na celu budowę wśród uczestników rynku kapitałowego wiedzy dotyczącej czynników ESG (Environment, Social, Governance). Webinary dedykowane były dla pracowników biur maklerskich oraz dla zarządzających aktywami. Szkolenia były przeprowadzone przy współpracy z ekspertami *Sustainable Investment Training Associates*.
- 2021 r.: kampania edukacyjna o kontraktach terminowych we współpracy z FXMAG - 48 webinarów i artykułów (powtórzenie kampanii 4Q2022-1Q2023).
- 2022 r.: współpraca z Tomaszem Jaroszkim w celu edukacji w obszarze inwestowania pasywnego i ETF-ów notowanych na GPW, kierowana do inwestorów indywidualnych.
- 2022 r.: seria filmów edukacyjnych na YouTube na temat produktów strukturyzowanych.
- 26 września 2023 r.: *Warsaw Structured Products Day*, konferencja online na temat produktów strukturyzowanych notowanych na GPW, kierowana do inwestorów indywidualnych i sprzedawców.
- Od 2023 r.: szkolenia poświęcone tematyce giełdowej, ofercie GPW, analizie koniunktury rynkowej i nadchodzącym zmianom regulacyjnym - dla pracowników banków, domów i biur maklerskich.
- Cykliczne szkolenia z oferty i mechanizmów działania produktów strukturyzowanych we współpracy z ING NV i Raiffeisen Bank International.
- Cykliczna realizacja programu Szkoły Giełdowej dla potencjalnych i aktualnych inwestorów giełdowych obejmująca trzy rodzaje kursów: podstawy inwestowania na giełdzie, giełda dla

średniozaawansowanych oraz praktyczny warsztat inwestowania. Projekt jest realizowany przez Fundację GPW.

- Cykliczna realizacja projektu „Letnia szkoła giełdowa online” przez Fundację GPW i Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych. Celem projektu jest przybliżenie słuchaczom kluczowych zagadnień związanych z inwestowaniem, a także przedstawienie praktycznych aspektów funkcjonowania rynku kapitałowego. W ramach projektu realizowanych jest 10 szkoleń internetowych, z których każde dotyczy innego zagadnienia.

STATUS: ZREALIZOWANE

61. *Określenie do końca 2020 r. krajowych regulacji dla produktów i usług dostępnych lub stosowanych jedynie w ograniczonym zakresie na polskim rynku, a popularnych na najbardziej rozwiniętych rynkach – w tym ETF.*

Regulacje dla funduszy typu ETF zostały wprowadzone poprzez *Ustawę z dnia 16 sierpnia 2023 o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego i ochrony inwestorów na tym rynku.*⁷⁶ Zgodnie z jej przepisami fundusze ETF nie mają obowiązku corocznego odnawiania prospektu emisyjnego (obowiązek zamieniony na aktualizację prospektu, poprzez dodanie art. 179a w ustawie z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2023 r. poz. 681 i 825)). Ponadto, wyeliminowane zostały bariery dla codziennej publikacji składu portfela tych funduszy, poprzez zmianę art. 219 ust. 5 przedmiotowej Ustawy. Wprowadzone ułatwienia zmniejszą obciążenia regulacyjne dla dostawców funduszy ETF w Polsce, co przełoży się na zmniejszenia kosztów ich funkcjonowania. W przypadku ETF, sukcesem było uproszczenie i poprawienie przepisów w zakresie corocznego odnowienia prospektu oraz dziennej publikacji składu portfela. Tym niemniej, w świetle obecnych przepisów, funkcjonujące w Polsce ETFy, inaczej niż w Europie, nie są uznawane za fundusze UCITS. Według uczestników rynku znacząco obniża to ich rozpoznawalność na rynkach europejskich i wśród inwestorów zagranicznych.

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

62. *Wykorzystanie nowych i konkurencyjnych technologii przez podmiot prowadzący rynek elektroniczny obligacji skarbowych w celu usprawnienia mechanizmów kształtowania cen i wyszukiwania płynności.*

W ramach tego obszaru BondSpot S.A. (spółka z Grupy Kapitałowej GPW prowadząca rynek elektroniczny obligacji skarbowych) podjęła następujące inicjatywy:

Centralne rozliczanie transakcji na rynku TBSP

BondSpot we współpracy z KDPW_CCP zrealizował projekt mający na celu implementację mechanizmu zabezpieczania rozliczeń transakcji na rynku Treasury BondSpot Poland w oparciu o usługę centralnego kontrpartnera. Wdrożenie mechanizmu CCP w zakresie obsługi obrotu na rynku TBSP pozwala na zapewnienie uczestnikom pełnej anonimowości transakcji oraz w sposób istotny mityguje ryzyko rozliczeń transakcji, a także eliminuje problem limitów na ryzyko kontrpartnera. W pierwszym etapie zakończonym w październiku 2020 r. wdrożono

⁷⁶ Dz. U. 2023 poz. 1723.

mechanizm CCP na rynku kasowym, a następnie w kwietniu 2022 r. wdrożono analogiczne rozwiązanie na rynku transakcji warunkowych (w zakresie transakcji repo).

Rynek All-to-All

BondSpot prowadzi prace projektowe w zakresie uruchomienia komplementarnego wobec rynku TBSP, hurtowego rynku instrumentów skarbowych (Rynek All-to-All). Bezpośrednimi uczestnikami tego rynku oprócz banków (obecnych uczestników rynku TBSP) będą przede wszystkim finansowi inwestorzy instytucjonalni (fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe, firmy zarządzające aktywami). Uruchomienie nowego rynku powinno przyczynić się do przeniesienia części obrotów OTC występujących pomiędzy bankami a klientami instytucjonalnymi na platformę elektroniczną, co pozwoli na istotną poprawę transparentności tego obszaru rynku. Projekt zakłada, że transakcje zawierane w ramach nowego rynku oprócz standardowych notowań ciągłych będą wykonywane w oparciu o odrębny arkusz zleceń MidPrice (obróć "bez-spreadowy") w postaci tzw. sesji "matchingowych". Obrót będzie się odbywał z wykorzystaniem mechanizmu zabezpieczenia rozliczenia transakcji CCP. BondSpot planuje uruchomienie rynku All-to-All w drugiej połowie 2025 r., po wdrożeniu nowego systemu transakcyjnego GPW - WATS.

Migracja rynków na system WATS

System umożliwi zaferowanie dostępu do rynków BondSpot i GPW w ramach jednej platformy, zunifikowanie funkcjonalności oraz rozwój rynków BondSpot w miarę rozbudowy systemu transakcyjnego WATS. Ułatwienie dostępu dla członków GPW umożliwi pozyskanie nowych uczestników dla mniej płynnych rynków BondSpot: Rynku Regulowanego i ASO Catalyst. W pierwszym etapie (listopad 2024 r.) BondSpot planuje migrację Rynku Regulowanego i ASO BondSpot, a w kolejnych latach migrację rynku TBSP oraz uruchomienie rynku All-to-All i rynku instrumentów pochodnych na stopę procentową.

STATUS: ZREALIZOWANE

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

Działanie to zostało częściowo zrealizowane poprzez rozwijaniu różnorodności oferty skarbowych produktów oszczędnościowych (z możliwością inwestowania bez konieczności posiadania rachunku maklerskiego) oraz rozbudowę grupy podmiotów uprawnionych do dystrybucji obligacji skarbowych. Więcej na ten temat w punkcie 15 niniejszego Sprawozdania.

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

64. *Analiza możliwości rozwoju finansowania poprzez obligacje komunalne.*

Kwestia możliwości rozwoju finansowania samorządów poprzez obligacje komunalne została poddana szerokiej analizie równoległe z kwestią rozwoju w Polsce rynku zielonych obligacji. Szczegóły oraz wnioski z analizy zostały przedstawione w raporcie przygotowanym przez Ministerstwo Finansów we współpracy z doradcami wyłonionymi przez Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju pt. „Perspektywy rozwoju rynku zielonych obligacji w Polsce”. Raport dostępny jest w Monitorze SRRK.

Obligacje komunalne od lat stanowią nieznaczną część struktury zadłużenia polskich jednostek samorządu terytorialnego (JST), podczas gdy kredyt bankowy wyraźnie w niej dominuje. W latach 2012-2021 kredyty i pożyczki stanowiły ponad 90% całkowitego zadłużenia JST, osiągając 95,9% w drugim kwartale 2021 r. Od 2014 r. do 2019 r. można zaobserwować systematyczny spadek udziału obligacji w strukturze zadłużenia JST – w 2019 r. wyniósł on 3,8% w porównaniu do 7,2% w 2012 r. W roku 2020 i na koniec pierwszego półrocza 2021 r. wyniósł on 4,0%. Jednocześnie, od roku 2018 poziom zadłużenia JST systematycznie wzrasta, jednakże jego struktura pozostaje stabilna. Dane liczbowe wskazują, że JST wyraźnie preferują zaciąganie kredytów bankowych w porównaniu do organizacji emisji obligacji komunalnych. Należy również wskazać, że jeżeli JST decydują się na emisję obligacji komunalnych, to instrumenty te w przeważającej większości obejmowane są przez banki obsługujące emisję. Oferowanie emisji komunalnych szerszemu gronu inwestorów jest na polskim rynku marginalne.

Obligacje komunalne są dla banków atrakcyjnym składnikiem portfela z perspektywy zarządzania ryzykiem – samorządy nie mogą formalnie upaść i reprezentują nieco wyższy poziom ryzyka kredytowego niż obligacje skarbowe, obciążając kapitały regulacyjne banków tylko w 20% (w porównaniu do 100% dla obligacji korporacyjnych). Z tego powodu banki rzadko sprzedają obligacje komunalne, a zmienność ich cen jest niższa niż cen obligacji skarbowych. Nieliczne transakcje obligacjami komunalnymi odbywają się na pozagiełdowym rynku OTC. Choć część serii obligacji komunalnych jest notowanych na giełdowym rynku Catalyst, to obrót nimi jest bardzo niewielki. Celem wprowadzenia tych papierów na rynek regulowany jest głównie obniżenie kosztów płynności przez banki będące ich obligatariuszami (obligacje komunalne o wartości nominalnej przekraczającej 10 mln PLN mogą być uznane przez NBP jako zabezpieczenie w transakcjach typu repo). W konsekwencji, obligacje komunalne są z reguły traktowane przez JST jako substytut kredytu. W związku z tym, jeśli proces ubiegania się o klasyczny kredyt bankowy jest z perspektywy JST łatwiejszy lub tańszy od emisji obligacji, to naturalnie jednostki te będą preferować finansowanie zwrotne w formie kredytu.

Dodatkowo, należy również wskazać, że zgodnie z art. 243 ustawy o finansach publicznych obligacje tradycyjne są co do zasady wliczane do limitu zadłużenia JST na równi z kredytami bankowymi. Jednakże, spłaty kredytów lub wykupy tych obligacji emitowanych w związku z umową zawartą na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem środków pochodzących z budżetu UE są wyłączone z kalkulacji limitu zadłużenia UE (por. art. 243 ust. 3 ustawy o finansach publicznych). Obligacje przychodowe, które do tego limitu nie są wliczane, nie są popularne na rynku, z uwagi na postrzeganie przez JST i banki procesu emisji za skomplikowany i pracochłonny.

Z kolei w rozważaniach dotyczących stanu rozwoju polskiego rynku zielonych obligacji komunalnych, nie należy pomijać istoty limitu zadłużenia JST określonego w art. 243 ustawy o finansach publicznych. Limit ten ma za zadanie zabezpieczyć JST przed nadmierną kumulacją płatności z tytułu zadłużenia w stosunku do rzeczywistych zdolności ekonomicznych JST. Warto wskazać, że każde ewentualne rozszerzenie katalogu pozycji wyłączanych ze wskaźnika zadłużenia w celu – przykładowo – zwiększenia atrakcyjności ekonomicznej pewnego rodzaju finansowania dłużnego, niesłoby za sobą ryzyko „sztucznego” poprawienia wskaźników finansowych JST i zwiększenia rozbieżności pomiędzy formalnoprawną a ekonomiczną zdolnością do zaciągania zobowiązań przez JST.

Bazując na powyższych danych, jak i na wywiadach eksperckich z przedstawicielami JST wnioskować można, że kredyt bankowy (od banków komercyjnych lub banków będących instytucjami rozwoju – Bank Gospodarstwa Krajowego/ Europejski Bank Inwestycyjny) jest preferowaną przez samorządy formą finansowania zwrotnego. Pozyskanie kredytu jest dla JST procesem prostszym i tańszym (zarówno z perspektywy nakładów pracy, jak i kosztów finansowych).

Kluczowym wnioskiem z powyższego raportu jest rekomendacja rozważenia przez Ministerstwo Finansów możliwości obniżenia kosztów emisji zielonych obligacji komunalnych, na przykład poprzez wprowadzenie dedykowanych im wyłączeń z kalkulacji limitu zadłużenia UE, analogicznie do obligacji przychodowych. Rekomendacja ta będzie przedmiotem analizy Ministerstwa Finansów po ustaniu obowiązującego do 2025 r. wyłączenia wprowadzonego w związku z sygnałami płynącymi z jednostek samorządu terytorialnego dotyczącymi wpływu inflacji na ich sytuację finansową.⁷⁷

STATUS: ZREALIZOWANE

65. *Wprowadzenie obligacji rozwojowych, które będą mogły stać się instrumentem finansowania polskich potrzeb infrastrukturalnych.*

Działanie to zostało zrealizowane poprzez przepisy *Ustawy w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego i ochrony inwestorów na tym rynku.*⁷⁸ W związku z kluczowym wyzwaniem stojącym przez polską gospodarką, jakim jest finansowanie sprawiedliwej transformacji klimatycznej, obligacje rozwojowe zostały określone jako obligacje transformacyjne i powiązane bezpośrednio z celami inwestycyjnymi *spełniającymi kryteria określone w Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088*⁷⁹ (tzw. Taksonomia UE).

Ze względu na wynikającą z SRRK intencję Ministerstwa Finansów wprowadzenia w przyszłości zachęt fiskalnych dla obligacji rozwojowych, dla obligacji tych wprowadzone zostały dodatkowe, poza zgodnością z Taksonomią UE, wymogi dotyczące posiadania dwóch ratingów inwestycyjnych, minimalnej wartości emisji w wysokości 20 mln PLN oraz maksymalnego terminu na wydatkowanie 95% środków pozyskanych w drodze emisji w terminie 36 miesięcy, a także minimalnego 5-letniego terminu wykupu emisji. Ponadto, dla obligacji transformacyjnych obowiązuje przymus obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu. Zgodnie z rekomendacjami uczestników rynku, w przyszłości (po przyjęciu stosowanego rozporządzenia UE) warto rozważyć zastąpienie kryterium zgodności z Taksonomią UE, zgodnością z europejskim standardem zielonych obligacji, tzw. *EU Green Bond Standard*.

STATUS: ZREALIZOWANE

⁷⁷ W wyniku bieżącego monitorowania przez Ministerstwo Finansów spełnienia przez JST relacji z art. 243 ust. 1 wprowadzono możliwość niespełnienia przez JST w latach 2023–2025 relacji ograniczającej wysokość spłaty długu, pod warunkiem gdy łączna kwota długu JST na koniec danego roku nie przekroczy 100% w tym roku budżetowym dochodów ogółem tej jednostki, pomniejszonych o kwoty wykonanych dotacji i środków o podobnym charakterze oraz powiększonych o przychody z tytułów określonych w art. 217 ust. 2 pkt 4–8 ustawy o finansach publicznych, nieprzeznaczone na sfinansowanie deficytu budżetowego.

⁷⁸ Dz. U. 2023 poz. 1723.

⁷⁹ Dz. Urz. UE L 198/13.

66. *Usprawnienia w zakresie ochrony konsumentów na niepublicznym rynku pierwotnym obligacji korporacyjnych: • obowiązkowa dematerializacja w KDPW, • większy zakres odpowiedzialności i transparentność w zakresie całkowitych zobowiązań emitentów, • analiza konieczności utworzenia rejestru obligacji, a także potrzeby wprowadzenia dodatkowych obowiązków dla emitentów w zakresie raportowania, • dążenie do standaryzacji dokumentacji w celu obniżenia kosztów, poprawy dostępu do rynku oraz ograniczenia ryzyka dla inwestora, • wzmocnienie zadań i zakresu odpowiedzialności audytorów, • system informacji dla prospektów emisyjnych i niestandardowych emisji.*

Wzmocnienie ochrony konsumentów oraz uczynienie rynku obligacji nieskarbowych bardziej transparentnym były jednymi z kluczowych działań podjętych w ramach realizacji SRRK. Obowiązek dematerializacji obligacji oraz ich rejestracja w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW) zostały wprowadzone przepisami *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.*⁸⁰

Ponadto, w ramach KDPW uruchomione zostały bezpłatne aplikacje internetowe mające na celu usprawnienie ochrony konsumentów na niepublicznym rynku obligacji korporacyjnych (a także listów zastawnych oraz certyfikatów inwestycyjnych):

Rejestracja emisji papierów niepublicznych przez agenta emisji: aplikacja pozwala na rejestrowanie w Krajowym Depozycie niepublicznych papierów dłużnych emitowanych od dnia 1 lipca 2019 r. Konieczne jest pośredniczenie agenta emisji w ich rejestracji w KDPW. Rolą agenta emisji jest weryfikacja poprawności dokumentów związanych z emisją papierów wartościowych.

Raportowanie danych o emisjach zarejestrowanych poza systemem depozytowym: aplikacja pozwala emitentom lub podmiotom prowadzącym ewidencję takich papierów wartościowych poza systemem depozytowym KDPW, przekazać do KDPW informacje dotyczące emisji tych papierów. Dzięki temu możliwe jest zebranie pełnej informacji o rynku papierów dłużnych polskich emitentów, niezależnie od miejsca ich emisji.

Publikacja danych o bieżącym zadłużeniu emitentów z tytułu emisji papierów niepublicznych w serwisie internetowym KDPW: informacje obejmują zarówno emisje rejestrowane w depozycie papierów wartościowych prowadzonym przez KDPW, jak również emisje rejestrowane poza systemem Krajowego Depozytu (w szczególności wyemitowane przed wprowadzeniem obowiązkowej dematerializacji). Informacje o tym, czy emitent papierów wartościowych wypłaca wynikające z nich świadczenia (takie jak np. odsetki z obligacji, wypłaty dochodów z certyfikatów inwestycyjnych), czy terminowo wykupuje papiery wartościowe, są dostępne publicznie i bezpłatnie pod adresem www.rze.info.

Od 1 stycznia 2020 r. przekazywane są do systemów KDPW także informacje o nieumorzonych papierach dłużnych wyemitowanych przed 1 lipca 2019 r. posiadających formę dokumentową oraz zarejestrowanych przez inne zagraniczne podmioty prowadzące ewidencję papierów wartościowych poza systemem depozytowym.

Dodatkowo, w celu ograniczenia dostępu inwestorów nieposiadających statusu inwestora profesjonalnego do niepublicznego rynku obligacji korporacyjnych, przepisy *Ustawy z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku*

⁸⁰ Dz.U. 2018 poz. 2243.

*finansowego i ochrony inwestorów na tym rynku*⁸¹ wprowadziły minimalny próg wartości nominalnej obligacji kierowanych do klientów detalicznych na poziomie 40 000 EUR (lub ekwiwalentu w PLN). Ograniczenia te nie stosują się do obligacji będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu. Minimalna wartość nominalna obligacji ma uniemożliwić lokowanie oszczędności na mniej transparentnym rynku niepublicznym, dysponujących niewielkimi oszczędnościami. Z inicjatywy UKNF wprowadzono również obowiązek pośrednictwa firmy inwestycyjnej lub dostawcy usług finansowania społecznościowego przy ofertach publicznych obligacji kierowanych do klienta detalicznego będącego osobą fizyczną (art. 33a ustawy o obligacjach).

Wzmocnienie zadań i zakresu odpowiedzialności audytorów: w latach 2019-2023 wobec firm audytorskich oraz biegłych rewidentów zostało wprowadzonych szereg zmian⁸² w *ustawie o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym*.⁸³ Były to zmiany o charakterze systemowym związane z odpowiedzialnością firm audytorskich i biegłych rewidentów, a także ze wzmocnieniem ich zadań w zakresie przeprowadzania czynności rewizji finansowej. Ich celem było wzmocnienie nadzoru publicznego nad działalnością biegłych rewidentów i firm audytorskich w Polsce. Dotychczasowe doświadczenia wskazywały, że istniała potrzeba szerszego kontrolowania działalności firm audytorskich, również w zakresie innych usług niż badanie ustawowe sprawozdań finansowych, w tym przede wszystkim usług związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego.

- Wprowadzona została możliwość kontroli zdalnych firm audytorskich przez Polską Agencję Nadzoru Audytowego.
- Wprowadzone zostały przepisy m.in. w ustawie o biegłych rewidentach związane ze stosowaniem Rozporządzenia UE 2019/815.⁸⁴ Na mocy przepisów rozporządzenia, emitenci,⁸⁵ których papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, mają obowiązek sporządzać swoje roczne raporty finansowe, w skład których wchodzi także sprawozdania finansowe, w formacie XHTML. W przypadku, gdy raport emitenta zawiera skonsolidowane sprawozdanie finansowe sporządzone zgodnie z MSR,⁸⁶ należy oznakować takie sprawozdanie przy użyciu języka znaczników Inline XBRL. Rozwiązanie to ma na celu zwiększenie przejrzystości, dostępności i porównywalności sprawozdań finansowych sporządzanych przez spółki giełdowe oraz ułatwienie analizy tych sprawozdań. Sprawozdania finansowe podlegają z kolei badaniu przez firmy audytorskie i biegłych rewidentów, nad którymi sprawuje nadzór i w których przeprowadza kontrole Polska Agencja Nadzoru Audytowego. W przypadku

⁸¹ Dz. U. 2023 poz. 1723.

⁸² Ustawa z dnia 19 lipca 2019 r. o zmianie ustawy o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 1571), a także ustawa z dnia 14 października 2021 r. o zmianie ustawy o rachunkowości oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 2106).

⁸³ Dz. U. z 2023 r. poz. 1015.

⁸⁴ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2019/815 z dnia 17 grudnia 2018 r. uzupełniające dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących specyfikacji jednolitego elektronicznego formatu raportowania (Dz. Urz. UE L 143 z 29.05.2019, str. 1, Dz. Urz. UE L 145 z 04.06.2019, str. 85, Dz. Urz. UE L 233 z 10.09.2019, str. 26, Dz. Urz. UE L 326 z 16.12.2019, str. 1 oraz Dz. Urz. UE L 429 z 18.12.2020, str. 1).

⁸⁵ Definicja emitenta jest zawarta w dyrektywie 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 zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L 390 z 31.12.2004, str. 38, z późn. zm.), w stosunku do której rozporządzenie 2019/815 stanowi akt uzupełniający, odnoszący się jedynie do regulacyjnych standardów technicznych w zakresie europejskiego jednolitego formatu elektronicznego. W myśl art. 2 ust. 1 lit. d dyrektywy 2004/109/WE „emitent” oznacza osobę fizyczną lub osobę prawną działającą na podstawie prawa prywatnego lub publicznego, w tym również państwo, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym. W przypadku kwitów depozytowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym „emitent” oznacza emitenta reprezentowanych papierów wartościowych, niezależnie od tego, czy te papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.

⁸⁶ Zgodnie z *ustawą z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości*, pod pojęciem MSR rozumie się Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej oraz związane z nimi interpretacje ogłoszone w formie rozporządzeń Komisji Europejskiej.

sprawozdań finansowych sporządzanych zgodnie z wymogami określonymi w rozporządzeniu 2019/815 biegły rewident w sprawozdaniu z badania powinien wypowiedzieć się, czy sprawozdanie finansowe zostało sporządzone w formacie XHTML, a w przypadku skonsolidowanych sprawozdań finansowych sporządzonych zgodnie z MSR – czy zostało ono właściwie oznakowane przy użyciu języka znaczników Inline XBRL.

STATUS: ZREALIZOWANE

67. Ograniczenie wykorzystania metod wyceny bazujących na wewnętrznej stopie zwrotu dla niepłynnych obligacji.

Działanie zostało zrealizowane przez *Rozporządzenie Ministra Finansów, Funduszy i Polityki Regionalnej z dnia 28 grudnia 2020 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych,*⁸⁷ poprzez wzmocnienie znaczenia wartości godziwej oraz ograniczenie stosowania wyceny według skorygowanej ceny nabycia z wykorzystaniem efektywnej stopy procentowej. Więcej na ten temat w pkt 45 niniejszego Sprawozdania.

STATUS: ZREALIZOWANE

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

Po konsultacji z uczestnikami rynku, GPW podjęła działania regulacyjne w celu reorganizacji rynku Catalyst, w tym w szczególności uproszczenia jego struktury. Od 1 lipca 2021 roku GPW przeprowadziła zmiany w regulaminach rynków regulowanych oraz ASO GPW i BondSpot.

W wyniku tych działań, katalog instrumentów dłużnych, dopuszczanych i wprowadzanych na rynek regulowany oraz w ASO prowadzonym przez BondSpot, został ograniczony wyłącznie do obligacji skarbowych. Celem jest centralizacja obrotu obligacjami nieskarbowymi na rynkach prowadzonych przez GPW.

Jako efekt reorganizacji, GPW stała się prowadzącym rynek Catalyst, na którym notowane są obligacje korporacyjne, spółdzielcze oraz komunalne. Instrumenty dłużne można notować zarówno w ramach rynku regulowanego, jak i w ASO. Natomiast na rynku Catalyst, prowadzonym przez BondSpot, dopuszczone są wyłącznie skarbowe papiery wartościowe.

Reorganizacja rynków w ramach Catalyst, w wyniku której notowania obligacji nieskarbowych zostały skoncentrowane na jednym rynku prowadzonym przez GPW, przyniosła szereg pozytywnych efektów dla polskiego rynku kapitałowego:

- mniejsze rozproszenie notowań na różnych platformach obrotu ułatwiło zarządzanie i podejmowanie decyzji inwestycyjnych dla uczestników rynku,
- poszerzenia grona uczestników rynku,

⁸⁷ Dz.U. 2020 poz. 2436.

- W dłuższej perspektywie, spodziewane są także korzyści związane z obniżeniem spreadów i wzrostem płynności na instrumentach dłużnych.

STATUS: ZREALIZOWANE

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

Rozwiązaniem mającym na celu upowszechnienie dostępu do zgromadzeń obligatariuszy jest umożliwienie udziału w zgromadzeniu obligatariuszy przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, w tym podejmowania uchwał w tym trybie, wprowadzone art. 52 *Ustawy z dnia 16 kwietnia 2020 r. o szczególnych instrumentach wsparcia w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2*⁸⁸. Rozwiązanie to ma charakter powszechny, chyba że warunki emisji wyłączają taką możliwość.

Jednocześnie, istotnym elementem ochrony obligatariuszy jest funkcja administratora zabezpieczeń. Ministerstwo Finansów analizuje możliwości wzmocnienia tej funkcji, w tym wpływu obligatariuszy na wybór administratora. Jednak na obecnym etapie nie zostały podjęte działania legislacyjne.

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

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

Zwiększenie działań edukacyjnych dla inwestorów w odniesieniu do instrumentów pochodnych rynku regulowanego, które podlegają stosownemu reżimowi regulacyjnemu

W latach 2020-2023, Giełda przeprowadziła kampanie edukacyjne i promocyjne instrumentów pochodnych przeznaczonych dla inwestorów indywidualnych w formie webinarów. Ponadto przeprowadzono szkolenia w formie stacjonarnej we współpracy z członkami Giełdy a także Fundacją GPW.

Umożliwienie funduszom inwestującym w celach emerytalnych zabezpieczanie ryzyka rynkowego przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych z jednoczesnym utrzymaniem wyraźnego zakazu prowadzenia działalności spekulacyjnej z wykorzystaniem instrumentów pochodnych

Zgodnie z postanowieniami SRRK i przepisami ustawy o Pracowniczych Planach Kapitałowych, fundusze zdefiniowanej daty inwestujące w ramach PPK, mają możliwość inwestowania w instrumenty pochodne w celu zabezpieczenia ryzyka.

Dywersyfikacja produktów i bazy technologicznej na GPW w celu zwiększenia gamy produktów, typów zleceń, strategii obrotu, zapewnienia technologii dostępu łączącej GPW z inwestorami korzystającymi z dostępu sponsorowanego przy wykorzystaniu możliwości rozliczeń w CCP dla różnych typów obecnych oraz nowych instrumentów finansowych

⁸⁸ Dz. U. poz. 695.

Giełda regularnie analizuje warunki transakcyjne na akcjach celem wprowadzenia do obrotu kontraktów terminowych na te akcje. Od 2019 r. zostało wprowadzonych kilkanaście kontraktów terminowych na akcje. W 2019 r. wprowadzone zostały ponadto kontrakty terminowe na 4 indeksy makrosektorowe. Wprowadzenie systemu WATS umożliwi zaproponowanie uczestnikom rynku zupełnie nowych produktów pochodnych jak również możliwości inwestycyjnych:

- uruchomienie opcji na akcje
- uruchomienie handlu wieczornego.

Elementami bazy technologicznej zapewniającymi dostęp do GPW przez inwestorów korzystających z dostępu sponsorowanego są m.in. RMA (Risk Management Access). Więcej na ten temat w punkcie 60 niniejszego Sprawozdania.

Wprowadzenie ulepszonych modeli opłat przyczyniających się do obniżenia kosztów dla inwestorów końcowych

Giełda cyklicznie bada efektywność wprowadzonych programów zachęt nastawionych na zwiększenie płynności w karnecie zleceń, w odniesieniu do animatorów rynku oraz podmiotów programu HVP/HVF. Decyzje o przedłużaniu tych programów są podejmowane na podstawie tych analiz. Dzięki temu maksymalizowany jest wpływ programów i zachęt na obniżanie kosztów pośrednich dla inwestorów.

STATUS: ZREALIZOWANE

71. Przeprowadzenie studium wykonalności dla wykorzystania technologii blockchain (lub ewentualnie innej nowoczesnej technologii) w rozliczaniu transakcji pochodnych rozliczanych bilateralnie.

Analiza w ramach realizacji niniejszego punktu została przeprowadzona przez KDPW_CCP wykazała brak zainteresowania podmiotów rynkowych rozwiązaniami w obszarze centralnego rozliczania bilateralnych transakcji pochodnych przez KDPW_CCP, niezależnie od technologii w jakiej rozwiązanie to byłoby realizowane, w tym technologii *blockchain*.

Analiza została przeprowadzona na podstawie ankiety oraz spotkań z wyselekcjonowanymi bankami w zakresie ewentualnej potrzeby wdrożenia rozwiązań informatycznych przez KDPW_CCP, dotyczących wyznaczania dla banków depozytów zabezpieczających dla transakcji zawieranych i rozliczanych bilateralnie na rynku derywatów OTC. Rozwiązania te miały być zgodne z wymogami *Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/2251 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego*.⁸⁹

Rynek transakcji derywatów OTC na stopę procentową zawieranych bilateralnie jest rynkiem globalnym, kształtowanym przez wiodące centra finansowe (w Europie - Londyn i Frankfurt). Ponadto, znaczna część transakcji na derywatach OTC nominowanych w PLN zawierana jest pomiędzy podmiotami zagranicznymi, poza Polską i rozliczana w jednym z brytyjskich CCP. Polscy uczestnicy rynku zawierający transakcje z podmiotami zagranicznymi, dokonują rozliczania tych transakcji na zasadach określonych przez podmioty zagraniczne, zarówno w przypadku rozliczeń w CCP jak też rozliczeń bilateralnych. W tych uwarunkowaniach rynkowych, kluczowi uczestnicy rozliczający transakcje pochodne OTC na stopę procentową w

⁸⁹ Dz.U.UE.L.2016.340.9.

KDPW_CCP nie wykazali zainteresowania dla tworzenia centralnego rozwiązania przez KDPW_CCP dla transakcji rozliczanych bilateralnie pomiędzy polskimi podmiotami, ze względu na dużą specyfikę tych transakcji oraz istniejące uwarunkowania rynkowe i prawne.

STATUS: ZREALIZOWANE

72. Przeanalizowanie możliwości i kierunku rozwoju giełd terminowych.

Możliwości rozwoju rynku terminowego zostały, zgodnie z SRRK, przeanalizowane przede wszystkim w kontekście rynku towarowego. W wyniku analizy, Towarowa Giełda Energii (TGE) prowadząca w Polsce rynek towarowy, podjęła prace w trzech kluczowych obszarach:

Uruchomienia Rynku Instrumentów Finansowych (RIF) dla energii elektrycznej i gazu ziemnego

Pochodne instrumenty finansowe, które będą dostępne w przyszłości na TGE mają umożliwić m.in. lepsze zarządzanie portfelem zakupowo-sprzedażowym oraz zabezpieczenie przed ryzykiem zmian cen energii elektrycznej oraz gazu – bez konieczności zajmowania pozycji na rynku fizycznym. Formuła jest powszechnie stosowana na innych giełdach towarowych energii elektrycznej lub gazu na świecie, pozwoli też na większe zaangażowanie instytucji finansowych na tym rynku, co powinno przyczynić się do spadku spreadów i wzrostu płynności. Rozliczanie finansowe pozycji portfelowych oraz transakcji zawieranych na RIF odbywać się będzie w oparciu o zasady określone przez współpracującego w przyszłości z TGE CCP dla rynku towarowych instrumentów pochodnych. Giełda jest obecnie na etapie pozyskania takiego podmiotu do współpracy. TGE prowadzi konsultacje z uczestnikami rynku oraz zainteresowanymi podmiotami w zakresie wdrożenia instrumentów finansowych, widząc w nim duży potencjał jako narzędzia uzupełniającego ofertę produktów terminowych z dostawą fizyczną obecną na TGE oraz rozliczaną przez Izbę Rozliczeniową Giełd Towarowych (IRGiT) w formule OTF.

Rynki biogazu i biometanu

TGE uczestniczy także w pracach nad gospodarką wodorową oraz rynkiem biogazu i biometanu w oparciu o zainicjowane przez Ministerstwo Klimatu i Środowiska *Porozumienie sektorowe na rzecz rozwoju gospodarki wodorowej*⁹⁰ oraz *Porozumienie o współpracy na rzecz rozwoju sektora biogazu i biometanu*.⁹¹ Aktywność TGE w tym przypadku koncentruje się nad stworzeniem optymalnych rozwiązań służących organizacji obrotu i rynkowej wyceny gazów odnawialnych oraz ich certyfikacji, co w przyszłości po wdrożeniu instrumentów, dla których wygenerowana zostanie cena/indeks danego paliwa, w wyniku transakcji, będzie prowadziło do rozwoju produktów terminowych w ramach obrotu giełdowego.

Rozwój rynku giełdowego na produkty rolne

Polska jest znaczącym producentem pszenicy w Europie z dużym potencjałem eksportowym, dlatego jednym z kierunków rozwoju rynku terminowego jest wprowadzenie kontraktów terminowych na pszenicę. Nowy instrument finansowy może pomóc rolnikom, inwestorom, eksporterom, przetwórcom w zabezpieczeniu się przed ryzykiem związanym ze zmiennością cen na rynku towarów rolno-spożywczych. Uruchomienie rynku terminowego w Europie

⁹⁰ *Porozumienie sektorowe na rzecz rozwoju gospodarki wodorowej*, Ministerstwo Klimatu i Środowiska 2020. Dostęp: [Porozumienie sektorowe na rzecz rozwoju gospodarki wodorowej w Polsce - Ministerstwo Klimatu i Środowiska - Portal Gov.pl \(www.gov.pl\)](https://www.gov.pl/web/gov/porozumienie-sektorowe-na-rzecz-rozwoju-gospodarki-wodorowej-w-polsce)

⁹¹ *Porozumienie o współpracy na rzecz rozwoju sektora biogazu i biometanu*, Ministerstwo Klimatu i Środowiska 2021. Dostęp: [Porozumienie o współpracy na rzecz rozwoju sektora biogazu i biometanu - Ministerstwo Klimatu i Środowiska - Portal Gov.pl \(www.gov.pl\)](https://www.gov.pl/web/gov/porozumienie-o-wspolpracy-na-rzecz-rozwoju-sektora-biogazu-i-biometanu)

Środkowo-Wschodniej jest szansą na wykreowanie wiodącego indeksu giełdowego dla rynku zbóż w tym regionie. Obecnie jedynym wskaźnikiem referencyjnym jest rynek francuski, który nie odzwierciedla rzeczywistej sytuacji w Polsce. Wprowadzenie instrumentu stanowi potencjał do zwiększenia znaczenia Polski na rynku międzynarodowym jako eksportera zbóż. Należy tutaj mieć na uwadze, że kontrakty na giełdzie francuskiej Euronext notowane są w EUR, co oznacza, że polski kontrahent chcący zabezpieczyć swoją pozycję, musi również wziąć pod uwagę ryzyko kursu walutowego EUR/PLN. Możliwość rozliczania w PLN jest pożądana przez polskich producentów. Ponadto przeprowadzony pilotaż projektu „Platforma żywnościowa”, który polegał na uruchomieniu rynku spot na produkty rolne, pokazał, że na polskim rynku brakuje kontraktów terminowych, a zainteresowanie rynkiem spot ze strony polskich uczestników rynku, jest bardzo ograniczone. Wiele podmiotów **Błąd! Nie zdefiniowano zakładki.** biorących udział w projekcie wskazało na potrzebę wprowadzenia instrumentu rozliczanego wyłącznie finansowo, bez dostawy fizycznej. Aktualnie TGE prowadzi prace mające skonsultowanie z uczestnikami rynku koncepcji nowego instrumentu i w przypadku pozytywnego odbioru, realizację działań, które umożliwią uruchomienie obrotu nowym instrumentem w II połowie 2024 r. To z kolei umożliwi zabezpieczenie cen zbiorów z żniw w roku 2025. Przed wprowadzeniem instrumentu na rynek TGE planuje przeprowadzenie szeroko zakrojonej akcji promocyjno-edukacyjnej skierowanej do potencjalnych uczestników. TGE poprzez prowadzenie edukacji dotyczącej funkcjonowania rynków terminowych, może wpłynąć znacząco na wzrost świadomości uczestników rynku rolnego i poprzez to wpływać na rozwój handlu giełdowego.

Jednocześnie, z uwagi na niewystarczająco płynny i wystandaryzowany rynek pozagiełdowy, nie zostały podjęte prace na rzecz uruchomienia kontraktów giełdowych na materiały budowlane. Przewaga funkcjonowania takiego rynku w formule pozagiełdowej, jego popularność oraz kwestie związane ze standaryzacją tego typu produktów, nie uzasadniały biznesowo podjęcia działań przez TGE w celu uruchomienia takiego segmentu rynku. Jednocześnie TGE stale analizuje możliwości wprowadzenia do obrotu instrumentów na inne niż obecnie notowane klasy aktywów towarowych w celu poszerzenia swojej oferty. W każdym przypadku brane jest pod uwagę zainteresowanie ze strony rynku danym aktywem, stan rozwoju funkcjonującego rynku dla danego aktywa, w tym w szczególności rynku pozagiełdowego (OTC), a także uzasadnienie biznesowe, umożliwiające podjęcia działań w celu uruchomienia obrotu nowymi towarami na TGE.

STATUS: ZREALIZOWANE

73. Wzmoczone egzekwowanie obowiązku dochowania przez pośredników należytej staranności względem uczestników rynku.

W latach 2020 i 2021 Urząd KNF przygotował dokumenty opisujące kwestie, które powinny podlegać wzmoczonej weryfikacji w latach 2021 i 2022. Sformułowane w tych dokumentach priorytety kontrolne i nadzorcze obejmowały kwestie: najlepszego wykonywania zleceń (*best execution*), konfliktu interesów, modelu dystrybucji opłat, ujawniania ryzyka związanego z oferowanymi produktami oraz testy odpowiedniości. We współpracy z izbami branżowymi zdefiniowane zostały standardy raportowania kosztów *ex ante* i *ex post*. Kontrole skupione na ww. kwestiach prowadzono w latach 2021 i 2022 i kontynuowano w roku 2023. Po zakończeniu

każdego z rocznych cykli kontroli, sporządzano raport zawierający podsumowanie podejmowanych czynności i zidentyfikowanych w toku realizacji naruszeń.

STATUS: ZREALIZOWANE

74. Dążenie do przyciągnięcia do Polski przedsiębiorstw, które ze względu na restrykcyjne regulacje mogły przenieść swoją działalność za granicę.

Niniejsze działanie zostało w Strategii zdefiniowane w kontekście instytucji finansowych, głównie pośredników na rynku kapitałowym w Polsce (tj. domów maklerskich, banków, funduszy inwestycyjnych, dostarczycieli produktów finansowych takich jak fundusze ETF czy produkty strukturyzowane). Konsultacje z przedstawicielami tych instytucji nie wskazały na przypadki przedsiębiorstw, które przeniosły swoją działalność za granicę ze względu na restrykcyjne regulacje. Wskazane zostały jednak przypadki i obszary, w których polskie instytucje finansowe mogą być mniej konkurencyjne w porównaniu do swoich zagranicznych odpowiedników ze względu na restrykcyjne regulacje lub brak stosownych rozwiązań regulacyjnych w Polsce. W odpowiedzi, w *ustawie z 16 sierpnia 2023 r. w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego i ochrony inwestorów na tym rynku* zostały wprowadzone m.in. następujące rozwiązania regulacyjne:

- umożliwienie outsourcingu i pod-outsourcingu bankowego: zgodnie z wytycznymi Europejskiej Agencji Nadzoru Bankowego (EBA).
- wprowadzenie regulacji dedykowanych produktom strukturyzowanym:

Ponadto, w ramach realizacji SRRK zidentyfikowane zostały na polskim rynku bariery regulacyjne dla tworzenia i funkcjonowania funduszy rynku prywatnego. W celu ich szczegółowej identyfikacji i wyeliminowania, we współpracy z Europejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju i Polskim Funduszem Rozwoju (PFR Ventures), rozpoczęty został projekt „*Assessment and Action Plan for Developing Poland’s Private Equity Ecosystem*”.

STATUS: ZREALIZOWANE

75. Program upowszechniający przygotowywanie analiz dla spółek publicznych.

W celu propagowania dostępu inwestorów indywidualnych do rzetelnych analiz spółek spoza indeksu WIG20, Giełda Papierów Wartościowych rozszerzyła uruchomiony w lipcu 2019 r. Program Wsparcia Pokrycia Analitycznego, polegający na sporządzaniu przez firmy inwestycyjne raportów analitycznych finansowanych przez GPW. Istotą Programu jest zwiększenie dostępności analiz dla mniej płynnych spółek, a co za tym idzie umożliwienie inwestorom podejmowania bardziej świadomych decyzji inwestycyjnych w oparciu o wiarygodne, niezależne źródło informacji o emitentach. Dotychczas miały miejsce cztery edycje Programu:

I edycja: odbyła się od lipca 2019 do czerwca 2021 r. W I edycji uczestniczyło 12 lokalnych biur i domów maklerskich, które pokrywały 40 spółek z Rynku Głównego.

II edycja: była edycją uzupełniającą w stosunku do I edycji. Trwała od lipca 2020 r. do czerwca 2021. W ramach II edycji do Programu dołączyło 12 kolejnych spółek z Rynku Głównego.

III edycja: odbyła się w okresie lipiec 2021 – czerwiec 2023. W Programie uczestniczyło 10 firm inwestycyjnych, objął on 65 spółek z Rynku Głównego oraz z NewConnect. Najliczniej reprezentowane w Programie sektory gospodarki: budownictwo (12), gry (7), informatyka (7). Zdecydowana większość ze spółek w Programie (47) do tej pory nie była objęta profesjonalnym pokryciem analitycznym lub analizy tworzone były wyłącznie w ramach poprzednich edycji Programu. W ramach III edycji Programu powstało 1221 raportów po polsku i 630 po angielsku.

IV edycja: odbywa się od lipca 2023 do czerwca 2025. Uczestniczy w niej 12 firm inwestycyjnych, pokrywa on 59 spółek z Rynku Głównego. W Programie udział biorą spółki, które reprezentują 33 sektory gospodarki. Do najliczniej reprezentowanych możemy zaliczyć: oprogramowanie (5), nowe technologie (4), materiały budowlane (4) lub energia odnawialna (3). Kapitalizacja spółek w Programie waha się od około 51 mln zł do około 2 mld zł, a średnia kapitalizacja to około 375 mln zł (na dzień 31 maja 2023).

Od początku powstania Programu, tj. od 2019 r. w ramach Programu zostało opublikowanych ponad 2400 raportów analitycznych na temat spółek z Rynku Głównego GPW i NewConnect. Raporty dostępne są na [<https://www.gpw.pl/gpwpa>], na stronach firm inwestycyjnych, a także dystrybuowane są przez największe agencje krajowe i zagraniczne oraz media branżowe.

STATUS: ZREALIZOWANE

76. *Unowocześnienie, zmiana i rozbudowa technologii: • dążenie do większego stosowania handlu algorytmicznego na rynku, • wzmożone przestrzeganie zasad najlepszego wykonywania zleceń (ang. best execution), zwłaszcza na rynku OTC, • usprawnienia w zakresie systemów back office*

Dążenie do większego stosowania handlu algorytmicznego na rynku

Zgodnie z postulatami SRRK w zakresie handlu algorytmicznego, działania Ministerstwa Finansów dotyczyły przede wszystkim regulacji outsourcingu. Zmiany w powyższym zakresie zostały wprowadzone *ustawą z dnia 7 października 2022 r. o zmianie niektórych ustaw w celu uproszczenia procedur administracyjnych dla obywateli i przedsiębiorców*⁹² oraz *ustawą z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego i ochrony inwestorów na tym rynku*.⁹³ Wprowadzają one istotne ułatwienia w zakresie outsourcingu, w tym outsourcingu funkcji operacyjnych, dla firm inwestycyjnych oraz spółek prowadzących rynek regulowany, przykładowo zrezygnowano z: (i) konieczności sporządzenia przez firmy inwestycyjne planu postępowania z ryzykiem w związku z zawieraniem umowy outsourcingu oraz (ii) obowiązku zawarcia w umowie outsourcingu istotnego postanowienia przewidującego pełną odpowiedzialność usługodawcy (in-sourcera) 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. Rezygnacja z ostatniego wymogu likwiduje istotną barierę dla współpracy firm technologicznych z firmami inwestycyjnymi. Te ostatnie często nie zgadzały się na tego typu postanowienie, ponieważ były zmuszone do brania odpowiedzialności za skalę działalności firmy inwestycyjnej, nawet w przypadku gdy oferują jedynie usługę informatyczną w wąskim, specjalistycznym zakresie. Ponadto, wprowadzone zmiany umożliwią outsourcing wielopoziomowy, tj. dalsze powierzenie czynności powierzonych w ramach tzw. dalszego powierzenia (pod-outsourcingu).

⁹² Dz. U. 2022 poz. 2185.

⁹³ Dz. U. 2023 poz. 1723.

Wzmoczone przestrzeganie zasad najlepszego wykonywania zleceń, zwłaszcza na rynku OTC

W zakresie zasady najlepszego wykonywania (*best execution*), Giełda Papierów Wartościowych udostępniła domom maklerskim moduł TCA, tj. narzędzie analizy kosztów transakcyjnych, które monitoruje poziom kosztów realizacji transakcji oraz umożliwia realizację transakcji na najbardziej korzystnych warunkach dla klientów biur maklerskich.

Jednocześnie, działania w zakresie przestrzegania zasad najlepszego wykonywania zleceń podjęła Komisja Nadzoru Finansowego (więcej na ten temat w punktach 40 i 73 niniejszego Sprawozdania).

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

77. Wzmocnienie egzekwowania przepisów dyrektywy MiFID II z zakresu najlepszego wykonywania w celu ochrony inwestorów.

W latach 2020 i 2021 UKNF sporządził raporty wewnętrzne opisujące kwestie, które powinny podlegać wzmoczonej weryfikacji w latach 2021 i 2022 i kolejnych. Sformułowane w tych dokumentach priorytety kontrolne i nadzorcze obejmowały zagadnienie najlepszego wykonywania zleceń (*best execution*). Kontrole w tym zakresie (między innymi) prowadzono w latach 2021 i 2022. Więcej na temat tych działań jest dostępne w punktach 40, 73 i 76 niniejszego Sprawozdania.

Ponadto, zważywszy na fakt, że elementem ochrony inwestorów przewidzianym przez pakiet MiFID II są regulacje w zakresie prezentowania „*wszystkich kosztów i powiązanych opłat*”, za działania służące wzmocnieniu egzekwowania przepisów dyrektywy MiFID II w zakresie najlepszego wykonywania obowiązku ochrony inwestorów należy uznać także przyjęcie „*Dobrych praktyk w zakresie wybranych aspektów przekazywania klientom lub potencjonalnym klientom informacji o kosztach i opłatach związanych ze świadczeniem usług maklerskich*”.⁹⁴ Także sam sposób wypracowania standardów (przez organizacje branżowe, w porozumieniu z UKNF) należy uznać za optymalny z perspektywy promocji zasad ochrony inwestorów wśród pośredników.

STATUS: ZREALIZOWANE

78. Wdrożenie nowych technologii w celu obniżenia spreadów i kosztów alternatywnych

Działania w obszarze obniżania spreadów (istotnych kosztów pośrednich) na rynku giełdowym zostały podjęte przez Giełdę Papierów Wartościowych i były zorientowane były na trzech obszarach:

Rozwój usługi kolokacji: Usługa kolokacji została po raz pierwszy zaoferowana klientom GPW w 2015 roku. Dalszy jej rozwój w następnych latach polegający na dopasowaniu parametrów usługi do potrzeb firm inwestycyjnych spowodował pojawienie się profesjonalnych podmiotów zagranicznych, w efekcie prowadząc do poprawy spreadów na rynkach. Usługa

⁹⁴ „Dobre praktyki w zakresie wybranych aspektów przekazywania klientom lub potencjonalnym klientom informacji o kosztach i opłatach związanych ze świadczeniem usług maklerskich”, Izba Domów Maklerskich i Związek Banków Polskich. Dostęp: <https://www.idm.com.pl/pl/informacje-o-izbie-2/centrum-prasowe/8-aktalnosci/920-idm-i-zbp-wprowadzaja-dobre-praktyki-dot-przekazywania-klientom-informacji-o-kosztach-i-oplatach-zwiazanych-ze-swiadczeniem-uslug-maklerskich-realizuja-cele-srrk>

kolokacji ze względu na poprawę szybkości wykonania zlecenia zmniejsza również koszty alternatywne dla podmiotów uczestniczących w obrocie. Oferowanie usługi kolokacji przez GPW jest kluczowe, aby zapewnić dostęp do rynku dla najbardziej zaawansowanych technologicznie podmiotów. Szybkość odbioru danych rynkowych oraz składanie zleceń pozwala na aktywny handel przy użyciu najnowszych technologii. Przekłada się to na zwiększone obroty na wielu instrumentach notowanych na GPW. Usługa kolokacji oferowana przez GPW jest dostępna dla wszystkich uczestników rynku.

Program Wsparcia Technologii: celem Programu było kupno/upgrade oprogramowania do efektywniejszego wykonywania zadań animatora, a co za tym idzie obniżanie spreadów rynkowych. Więcej szczegółów na ten temat w punkcie 60 niniejszego Sprawozdania.

Udostępnienie modułu TCA (*Transaction Cost Analysis*) domom maklerskim: w celu umożliwienia bardziej efektywnego zarządzania procesem składania zleceń. Moduł monitoruje poziom kosztów realizacji transakcji oraz umożliwia realizację transakcji na najbardziej korzystnych warunkach dla klientów biur maklerskich.

STATUS: ZREALIZOWANE

79. *Analiza kwestii poziomu kosztów rynkowych na krajowym rynku kapitałowym w ramach prac grupy roboczej ds. wdrożenia SRRK.*

Poziom kosztów rynkowych ponoszonych zarówno przez inwestorów indywidualnych, instytucjonalnych jak i pośredników na polskim rynku kapitałowym jest regularnie podnoszony jako bariera dla rozwoju rynku w Polsce. W odpowiedzi na często sprzeczne argumenty w tym zakresie pojawiające się w przestrzeni publicznej, Ministerstwo Finansów i Urząd Komisji Nadzoru Finansowego opracowały raport zawierający szczegółową analizę poziomu kosztów ponoszonych przez inwestorów końcowych, na rynku kapitałowym w Polsce. Publikacja dotyczy zarówno kosztów ponoszonych przez klientów funduszy inwestycyjnych, jak i inwestorów lokujących oszczędności na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), za pośrednictwem firm inwestycyjnych działających na krajowym rynku.

Kluczowe wnioski płynące z analizy wskazują, że koszty na polskim rynku kapitałowym są generalnie wyższe niż na rynkach rozwiniętych, w każdym badanym segmencie. Różnica nigdzie jednak obecnie nie jest tak znacząca, żeby uznać koszty za główną barierę rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. Najmniejsze różnice dostrzec można w kosztach brokerów dla inwestorów indywidualnych oraz w kosztach infrastruktury (za wyjątkiem kosztów *tradingu* rozpatrywane w oderwaniu od pozostałych komponentów). Największe różnice dotyczą kosztów pośrednich, wynikających z ograniczonej płynności na polskim rynku. Ich wpływ na wyniki inwestycyjne, zwłaszcza na spółkach spoza indeksu WIG20 jest kilkukrotnie większy niż wpływ prowizji brokerskich. Wysokie koszty pośrednie wynikają w znacznej mierze z niewielkich rozmiarów polskich spółek publicznych. Istotna wydaje się także różnica w kosztach inwestowania poprzez fundusze inwestycyjne, zwłaszcza akcyjne i mieszane. Choć w tym segmencie w minionych dwóch latach odnotowano bardzo znaczący spadek kosztów, to polskie fundusze są o 50-70 punktów bazowych droższe niż ich zachodnioeuropejskie odpowiedniki.

Wnioski szczegółowe dotyczące poszczególnych segmentów rynku kapitałowego są następujące:

Fundusze Inwestycyjne:

- W latach 2021-2022 zaszły istotne pozytywne zmiany pod względem kosztów inwestowania poprzez fundusze inwestycyjne, które zbliżyły polski rynek do europejskiej średniej.
- Polski rynek mieści się w granicach europejskiej normy, choć fundusze akcyjne i mieszane ciągle są średnio o jedną trzecią droższe niż w krajach UE-15. Licząc, że tendencja spadkowa w opłatach będzie kontynuowana, warto monitorować następujące zjawiska:
 - czy nie następuje wzrost kosztów w funduszach dłużnych, co może grozić zatrzymaniem tendencji spadkowej w opłatach ogółem. To dlatego, że fundusze dłużne mają bardzo duży udział w aktywach inwestorów detalicznych;
 - koszty funduszy mieszanych, ponieważ spadki w ich przypadku były istotnie niższe niż w przypadku funduszy akcyjnych, przez co opłaty między różnymi rodzajami funduszy coraz mniej się różnią;
 - stosowanie *success fee* przez niektóre fundusze obligacji, co może mieć w przyszłości przełożenie na wzrost kosztów ogólnego zarządzania.

Firmy inwestycyjne:

- Krajowe firmy inwestycyjne, w przeciwieństwie do Giełdy Papierów Wartościowych, dla której punktem odniesienia są inne jurysdykcje, nie konkurują bezpośrednio z lokalnymi podmiotami z innych krajów. Punktem odniesienia dla opłat i prowizji polskich firm inwestycyjnych może być oferta podmiotów umożliwiających polskim inwestorom dostęp do innych, konkurencyjnych rynków, a także inwestorom zagranicznym dostęp do polskiego rynku.
- O ile sektor polskich firm inwestycyjnych pozostaje w relatywnej równowadze, tzn. pobierane przez nie opłaty nie wydają się barierą dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego a wysokość prowizji od transakcji nie jest kluczowym elementem konkurencji między nimi, o tyle wypadają one relatywnie niekorzystnie na tle globalnych konkurentów. Rosnąca popularność tych ostatnich, wynikająca nie tylko z poziomu opłat, ale często także atrakcyjności usługi (np. łatwa w obsłudze i atrakcyjna wizualnie aplikacja), może w najbliższej przyszłości skutkować znacznymi trudnościami dla polskich domów maklerskich, jeżeli chodzi o utrzymanie się na rynku.

Koszty infrastruktury:

- Polska giełda na pewno nie należy do najtańszych w Europie, dystans do kosztowych liderów jest znaczący. Bez kłopotów jednak można znaleźć giełdy od niej droższe, a w grupie giełd lokalnych, wyłączywszy bardzo tanią giełdę turecką, koszty infrastruktury rynkowej w Polsce i w Europie są porównywalne, choć polski rynek jest nieco droższy, o kilkanaście do dwudziestu procent.
- Pod względem kosztów samego *tradingu* polska giełda odbiega in minus od innych giełd uwzględnionych w analizie – jest dwa razy droższa od mediany dla badanych rynków. Jest to jednak rekompensowane przez niższe koszty *post-tradingu*.
- Polski rynek jest zdecydowanie tańszy od małych giełd regionalnych, reprezentowanych w badaniu przez Pragę, Zagrzeb i Bukareszt.

- Większe giełdy regionalne takie jak Deutsche Börse, Athex czy Bolsa de Madrid mają niższe opłaty za handel, jednak wyższe koszty *post-tradingu* i średnio obciążają inwestorów podobną opłatą jak GPW.
- Polskiemu rynkowi bardzo daleko do kosztowych liderów, jakimi są w naszym badaniu Euronext i Borsa Istanbul, które są prawie cztery razy tańsze niż rodzimy rynek. Ta ostatnia funkcjonuje jednak w innym reżimie regulacyjnym niż giełdy europejskie.

Pośrednie koszty rynkowe dla inwestorów

- W Europie można wskazać rynki o bardzo niskim *spreadzie* na poziomie 0,1-0,2% jak też takie, gdzie *spread* osiąga wartości czyniące handel akcjami niemal nieopłacalnym. Mediana europejska to 0,6%, czyli ponad dwa razy mniej niż wartość odnotowana w Polsce.
- Medianowy *spread* na WIG na poziomie 1,3% należy uznać za względnie wysoki, istotnie odbiegający od rynków, z którymi polski chciałby konkurować. W dużej mierze wynika to z małego rozmiaru notowanych na GPW spółek, a niekoniecznie z jakiejś specyfiki polskiego rynku.
- Warto zauważyć, że jeśli chodzi o *spread* miniony rok przyniósł poprawę we wszystkich analizowanych krajach, więc poprawa w Polsce nie wynika jedynie z lokalnych uwarunkowań. Tym niemniej, w wartościach bezwzględnych spadek *spreadu* na GPW był największy. Zwraca przy tym uwagę fakt, że osiągnięty poziom był najlepszy odkąd dostępne są dane. Wskazuje to być może na początek istotnej poprawy, jeśli chodzi o płynność na polskim rynku.

Raport pt. *Analiza poziomu kosztów rynkowych na rynku kapitałowym w Polsce* dostępny jest w Monitorze SRRK.

STATUS: ZREALIZOWANE

80. Centralne rozliczanie transakcji repo.

Centralne rozliczenie transakcji warunkowych (repo) zawartych na platformie Treasury BondSpot Poland zostało wdrożone poprzez KDPW_CCP, wchodzącą w skład Grupy kapitałowej KDPW, od 25 kwietnia 2022 r. Transakcja repo (z ang. *repurchase transaction*) to transakcja finansowa polegająca na sprzedaży papieru wartościowego i jednoczesnym zobowiązaniu się do jego odkupienia w ustalonej dacie w przyszłości. Wspólnie z BondSpot i uczestnikami rynku izba rozliczeniowa wypracowała model rozliczeń transakcji repo TBSP w KDPW_CCP z rozrachunkiem w KDPW na bazie nettingu technicznego, model zarządzania ryzykiem rozliczeniowym, w tym gwarantowanie otwierającej nogi transakcji repo, wycenę transakcji repo, model raportowania transakcji repo do repozytorium transakcji (SFTR), moduł aukcji dla repo uruchamiany w sytuacji zwieszenia rozrachunku transakcji lub niewypłacalności uczestnika oraz zasady wymiany komunikatów post-rozliczeniowych. Zgodnie z wymogami rozporządzenia EMIR, KDPW_CCP złożyła w Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) wnioski o rozszerzenie autoryzacji dla nowego segmentu rozliczeń. Decyzja KNF zezwalająca na rozliczanie przez KDPW_CCP transakcji repo została podjęta w dniu 3 marca 2022 r.

Rozwiązanie to, w połączeniu ze zwolnieniem aktywów wynikających z transakcji repo z podatku od niektórych instytucji finansowych (więcej informacji w pkt 54 niniejszego Sprawozdania), wesprze rozwój transparentnego i bezpiecznego rynku repo w Polsce,

przyczyniając się do zwiększenia udziału transakcji repo zawieranych na platformie obrotu w stosunku do rynku OTC, wydłużenia terminów zapadalności transakcji repo, zwiększenia udziału transakcji repo w transakcjach warunkowych kosztem spadku transakcji *buy-sell back* i *sell-buy back* oraz zwiększenia wiarygodnej wyceny stóp procentowych wolnych od ryzyka.

STATUS: ZREALIZOWANE

81. Rozwój usługi pożyczania papierów wartościowych (między innymi dzięki jasnym wytycznym i regulacjom dotyczącym krótkiej sprzedaży), w tym rozliczanych przez kontrahenta centralnego.

Rozwiązania regulacyjne umożliwiające rozwój w Polsce usługi pożyczania papierów wartościowych, a z co tym idzie także krótkiej sprzedaży, zostały wprowadzone przepisami Ustawy w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego i ochrony inwestorów na tym rynku.⁹⁵ Kluczowe zmiany zostały wprowadzone w art. 123a–123ec (a także art. 69 ust. 2 i art. 83 ust. 1 pkt 1) Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, w których przewidziano zmiany mające na celu umożliwienie bankom powierniczym uczestniczenia w pożyczkach papierów wartościowych.

Banki powiernicze są jednostkami organizacyjnymi w ramach banków, prowadzącymi rachunki papierów wartościowych. W większości przypadków pełnią one też dodatkową rolę – banku depozytariusza na rzecz funduszy inwestycyjnych. Dzięki temu, pośrednio, mogą stać się znaczącym źródłem podaży papierów wartościowych dla rynku pożyczek. Wykorzystanie tego źródła wymagało jednak w praktyce wprowadzenia efektywnych procedur transakcyjnych.

Wprowadzone zmiany polegają na umożliwieniu bankowi powierniczemu pośrednictwa w transakcjach pożyczek papierów wartościowych, bez konieczności angażowania innych jednostek organizacyjnych banku. Transakcja pożyczki papierów wartościowych przenosi własność pożyczanych papierów na pożyczkobiorcę. Pośrednictwo w tego rodzaju transakcjach stanowi działalność maklerską w rozumieniu ustawy. Z jej wykonywaniem, w przypadku firm inwestycyjnych oraz banków, o których mowa w art. 70 ust. 2, wiąże się konieczność stosowania szeregu regulacji ustawy i rozporządzeń wykonawczych oraz stosowanych bezpośrednio aktów prawa UE. W związku z tym umożliwienie bankom powierniczym udziału w transakcjach pożyczek papierów wartościowych powinno odbywać się z zastosowaniem przez bank powierniczy takich samych zasad, jak ma to miejsce w przypadku ww. podmiotów lub jednostek organizacyjnych. Celem zmian jest bowiem zapewnienie równych zasad konkurencji na rynku pożyczek papierów wartościowych oraz zapewnienie ochrony pożyczkodawcom i pożyczkobiorcom na takim samym poziomie, jak to ma miejsce w przypadku inwestorów dokonujących transakcji.

Mając powyższe na uwadze w Ustawie przyjęto, że banki powiernicze będą mogły wykonywać towarzyszące pożyczkom papierów wartościowych czynności maklerskie (czynności określone w art. 69 ust. 1 pkt 1 i 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi), po uzyskaniu zezwolenia KNF (art. 123a ust. 1). Wniosek o zezwolenie powinien zawierać analogiczne elementy jak w przypadku wniosku o zezwolenie na wykonywanie czynności maklerskich (art. 123a ust. 2–4). Bank występujący o zezwolenie na prowadzenie działalności powierniczej będzie jednocześnie mógł wystąpić o zezwolenie na prowadzenie działalności w zakresie

⁹⁵ Dz.U. 2023 poz. 1723.

pośrednictwa w pożyczkach papierów wartościowych, co usprawni proces udzielania zezwolenia (art. 123c). Do banku powierniczego prowadzącego działalność w przedmiotowym zakresie będą miały zastosowanie analogiczne przepisy jak w przypadku firm inwestycyjnych (art. 123e). Jednocześnie, w celu umożliwienia bankom powierniczym dostosowania się do nowych wymogów regulacyjnych, w przepisie przejściowym zawarto przepisy umożliwiające w okresie dwóch lat od wejścia w życie Ustawy prowadzenie działalności w zakresie pośrednictwa w pożyczkach papierów wartościowych na uproszczonych zasadach.

Jednocześnie, należy wskazać, że uruchomienie usługi pożyczania papierów wartościowych przez polskie banki powiernicze nie nastąpiło do dnia sporządzenia niniejszego Sprawozdania. Według informacji przekazanych przez uczestników rynku, wynika to z niekorzystnego bilansu zysków i kosztów *compliance* dla banków powierniczych.

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

82. Zapewnienie NBP prawnych możliwości udzielania kredytu śróddziennego KDPW_CCP.

W toku prac nad realizacją Strategii, Ministerstwo Finansów zwróciło się do NBP z wnioskiem o współpracę przy określeniu ram przepisów i szczegółowych zasad udzielania kredytu śróddziennego. Z uwagi na brak możliwości ustalenia tych warunków we współpracy z NBP, realizacja niniejszego działania została zawieszona.

STATUS: NIEZREALIZOWANE

83. Przeprowadzenie przez MF studium wykonalności perspektywicznych obszarów innowacji technologicznych, co pozwoli między innymi na zwiększenie skali rynku oraz obniżkę spreadów i kosztów alternatywnych.

W świetle SRRK, konkurowanie z najbardziej rozwiniętymi gospodarkami oraz wsparcie rozwoju międzynarodowej konkurencyjności polskiego rynku kapitałowego, wymaga rozwoju specjalizacji w zakresie technologii tzw. czwartej rewolucji przemysłowej. W tym celu, konieczne jest zapewnienie odpowiednich ram regulacyjnych, podatkowych i edukacyjnych wspierających FinTech oraz inne zaawansowane technologie. W celu określenia ram, w latach 2020-2021, wykonana została pogłębiona analiza możliwości rozwoju sektora FinTech w Polsce, w ramach projektu „*Poland: Feasibility study on innovative technological solutions in the Polish financial markets (FinTech)*”, realizowanego we współpracy z Europejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju.

Głównym celem projektu było zidentyfikowanie i określenie sposobów usunięcia barier regulacyjnych, praktycznych i nadzorczych w stosowaniu innowacyjnych rozwiązań na rynku finansowym. W ramach projektu wypracowano szczegółowe rekomendacje dotyczące usunięcia barier dla rozwoju sektora Fintech w Polsce, zidentyfikowanych w ramach prowadzonych prac i konsultacji z interesariuszami. Najważniejsze rekomendacje skierowane do Ministerstwa Finansów dotyczyły przede wszystkim zmian prawnych z obszaru usług

płatniczych. Rekomendacje w tym zakresie są realizowane m.in. w ramach rozpoczynających się negocjacji nad rewizją Dyrektywy PSD2.⁹⁶

STATUS: ZREALIZOWANE

84. Uregulowanie działalności tzw. platform crowdfundingowych w celu rozwoju rynku.

Działalność platform crowdfundingowych została uregulowana w *Ustawie z dnia 7 lipca 2022 r. o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom*.⁹⁷ Przepisy wprowadzają nieistniejącą dotychczas w polskim porządku prawnym regulację crowdfundingu udziałowego i pożyczkowego, i dostosowują polskie prawo do przepisów *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/1503 z dnia 7 października 2020 r. w sprawie europejskich dostawców usług finansowania społecznościowego dla przedsięwzięć gospodarczych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) 2017/1129 i dyrektywę (UE) 2019/1937*.

W świetle Ustawy, nadzór nad platformami crowdfundingu udziałowego i pożyczkowego objęła Komisja Nadzoru Finansowego. KNF otrzymała uprawnienia nadzorcze, pozwalające jej m.in. na zawieszenie konkretnych ofert finansowania społecznościowego lub zawieszenie prowadzenia działalności przez dostawców. Wprowadzona została odpowiedzialność cywilnoprawna i karna za poprawność oraz prawdziwość informacji podawanych w dokumentach informacyjnych, które sporządzane są w związku z ofertą finansowania społecznościowego. Dzięki nowym rozwiązaniom, małe i średnie przedsiębiorstwa – w szczególności firmy typu start-up – będą mogły otrzymać alternatywny dostęp do finansowania. Podniesione zostaną dla nich limity, które pozwolą pozyskiwać im większy kapitał, np. na inwestycje. Limity są podnoszone stopniowo. Docelowo – w listopadzie 2023 r. – spółki będą mogły się ubiegać o finansowanie do równowartości 5 mln euro.

STATUS: ZREALIZOWANE

85. Utworzenie akceleratora FinTech przy GPW.

GPW podjęła decyzję o wyodrębnieniu wewnątrz organizacji zespołu odpowiedzialnego za obszar współpracy ze start-upami. W wyniku prowadzonych działań GPW dołączyła do dwóch programów akceleryjnych jako tzw. Odbiorca Technologii, które pozwalają GPW współpracować ze start-upami przy prowadzeniu wspólnych projektów wdrożeniowych z udziałem ekspertów GPW. W ramach takiej współpracy przeprowadzono 7 procesów akceleryjnych. GPW współpracowała z dwoma podmiotami już po zakończonym projekcie akceleryjnym, a w jeden podmiot spółka z GK GPW dokonała inwestycji. Aktualnie GPW prowadzi prace nad zwiększeniem skali prowadzonej współpracy ze start-upami.

Ponadto, w ostatnich latach GPW systematycznie zwiększa zaangażowanie w ekosystemie startupów angażując się w projekty krajowe jak i zagraniczne. Na GPW często odbywają się konferencje poświęcone ekosystemowi start-upowemu. GPW była także współinicjatorką wielu wydarzeń m.in. „Warsaw Yerevan Startup Parquet”, wspólnie z EY Polska prowadzony

⁹⁶ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniającej dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylającej dyrektywę 2007/64/WE. Dz.U.UE.L.2015.337.35.

⁹⁷ Dz.U. 2022 poz. 1488.

był cykl spotkań poświęconych tematyce współpracy korporacji ze startupami pt. „Fireside Chat”.

GPW angażuje się również w projekty zagraniczne - w 2023 roku GPW była ambasadorką jednej z największych konferencji dla start-upów na świecie tj. *Vivatechnology*, która odbyła się w Paryżu.

STATUS: CZĘŚCIOWO ZREALIZOWANE

86. Powołanie przy Radzie Rozwoju Rynku Finansowego grupy roboczej ds. zrównoważonego finansowania.

Grupa Robocza przy RRRF ds. zrównoważonych finansów została powołana przez Radę Rozwoju Rynku Finansowego w czerwcu 2020 r.⁹⁸ Prace Grupy Roboczej poświęcone były omawianiu bieżących wydarzeń w obszarze zrównoważonych finansów, w szczególności w obszarze legislacji UE dotyczącej Europejskiego Standardu Zielonych Obligacji, Europejskiej Taksonomii i raportowania niefinansowego. Od 2021 roku, w ramach Grupy toczyły się prace nad określeniem sposobów realizacji działania nr 87 określonego w SRRK. W tym, wśród członków Grupy, przeprowadzona została ankieta na temat proponowanego kształtu przyszłej platformy zrównoważonych finansów. W momencie powołania projektu przygotowania Mapy Drogowej dla Rozwoju Zrównoważonych Finansów w Polsce (więcej na ten temat w pkt 87 niniejszego Sprawozdania), Grupa Robocza została zastąpiona przez Platformę Zrównoważonych Finansów i jej grupy robocze dedykowane konkretnym tematom.

STATUS: ZREALIZOWANE

87. Analiza możliwości dalszego rozwoju rynku zielonych obligacji.

Szczegółowa analiza perspektyw rozwoju rynku zielonych obligacji została przeprowadzona przez Ministerstwo Finansów we współpracy z doradcami wyłonionymi przez Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju. Wnioski z analizy zawarte zostały w raporcie „Perspektywy rozwoju rynku zielonych obligacji w Polsce. Raport dostępny jest w Monitorze SRRK.

Klasyfikacja obligacji finansujących działania związane ze zrównoważonym rozwojem determinowana jest głównie przez cel emisji. Forma prawna tych instrumentów jest kwestią wtórną i nie wpływa na możliwość uznania danej emisji za zieloną. W tym kontekście na rynku polskim nie występują przeszkody prawno-regulacyjne dla emitowania zielonych obligacji. Istotnym czynnikiem wpływającym na sukces emisji zielonego długu jest wiarygodność wśród inwestorów oczekujących, że środki pozyskane przez emitenta zostaną faktycznie przeznaczone na finansowanie działań zrównoważonych i tym samym nie wystąpi tzw. greenwashing. Dlatego pożądanym jest korzystanie przez emitentów z powszechnie uznawanych standardów takich jak *Green Bond Principles* czy *Climate Bonds Standard*. Jednocześnie, uczestnicy rynku dostrzegają konieczność harmonizacji ram prawnych emisji zielonych obligacji, kryteriów kwalifikowalności finansowanych nimi projektów oraz wymaganych od emitentów ujawnień. Na poziomie unijnym trwają prace nad europejskim standardem zielonych obligacji, spójnym z przyjętym systemem klasyfikacji zrównoważonych działalności gospodarczych, czyli Taksonomią UE. Dostosowywanie portfeli aktywów w reakcji na nowe wymogi transparentności w zakresie zgodności dokonywanych inwestycji z Taksonomią będzie

⁹⁸ Protokół z posiedzenia Rady Rozwoju Rynku Finansowego w dniu 2 czerwca 2020 r.

katalizatorem zmian w preferencjach inwestycyjnych uczestników rynku w kierunku instrumentów finansowych o zrównoważonym profilu. Kluczowymi determinantami decyzji o emisji zielonych obligacji są korzyści wizerunkowe dla emitenta, zwiększony popyt ze strony inwestorów i rozszerzenie ich bazy, potencjalnie korzystniejsze warunki cenowe zielonego długu (tzw. *greenium*) oraz występowanie ewentualnych korzyści regulacyjnych. Na popyt może wpływać na przykład zakwalifikowanie obligacji do jednego z zielonych indeksów. Z punktu widzenia inwestorów czynnikami wpływającymi na decyzję o nabyciu zielonych obligacji są kwestie związane z zarządzaniem własną ekspozycją na ryzyko klimatyczne, dostosowaniem się do zmian regulacyjnych oraz korzyściami wizerunkowymi. Jednocześnie, spośród gamy dostępnych narzędzi inwestowania zrównoważonego, zielone obligacje są instrumentem generującym ekspozycję na tradycyjne i znane inwestorowi rodzaje ryzyka finansowego, a jedynym dodatkowym czynnikiem ryzyka jest możliwość wystąpienia *greenwashingu*. Wielu inwestorów (na razie zagranicznych) posiada kompleksowe strategie inwestycyjne o zrównoważonym profilu. Mogą się one opierać na wyłączeniu aktywów z sektora paliw kopalnych, zbrojeniowego czy tytoniowego. Coraz częściej strategie te koncentrują się na inwestowaniu wyłącznie w aktywa o jednoznacznie zielonym profilu.

Plany inwestycyjne i strategie rozwojowe polskich miast oraz przedsiębiorstw niefinansowych wskazują na znaczący potencjał rozwojowy rynku zielonych obligacji wśród emitentów komunalnych i korporacyjnych, głównie w sektorach energetyki, transportu i budownictwa. Uczestnicy rynku dostrzegają potencjał do popularyzacji zielonych obligacji komunalnych wśród inwestorów detalicznych w przypadku zwiększenia dostępności rynku długu komunalnego dla tego segmentu klientów. Kluczowymi barierami dla rozwoju rynku zielonych obligacji w Polsce są aktualnie dodatkowe koszty organizacji emisji związane z przygotowaniem ram zielonych obligacji i zewnętrzną weryfikacją oraz wyzwania o charakterze operacyjnym. Również kwestia występowania niższego kosztu kapitału przy emisjach zielonych nie jest jednoznaczna. Kierunkowe rekomendacje mogące przyczynić się do pobudzenia rozwoju rynku zielonych obligacji komunalnych i korporacyjnych w Polsce obejmują działania kierowane zarówno do emitentów tych instrumentów, jak też inwestorów. Należą do nich:

- Eliminacja lub ograniczenie dodatkowych kosztów związanych z emisją zielonych obligacji poprzez ustanowienie programu grantowego na częściowe pokrycie dodatkowych kosztów wynikających z zielonego charakteru emisji oraz utworzenie polskiej instytucji przeprowadzającej niezależną zewnętrzną ocenę wiarygodności zielonych celów emisji.
- Pośrednie ograniczenie kosztów emisji także przez utworzenie Centrum Kompetencji w zakresie Zielonych Obligacji, które wspierałoby podmioty w przygotowaniu się do organizacji pierwszej zielonej emisji.
- Rozważenie wprowadzenia mechanizmu zachęt dla emitentów i inwestorów.
- Rozszerzenie bazy inwestorów poprzez opracowanie i wdrożenie platformy umożliwiającej inwestorom indywidualnym zakup zielonych obligacji komunalnych bez konieczności posiadania rachunku maklerskiego lub z bardzo prostym i bezkosztowym dla inwestora procesem założenia rachunku maklerskiego w dowolnym podmiocie oraz uregulowanie możliwości finansowania się samorządów za pomocą rozwiązań quasi-crowdfundingowych, na wzór brytyjskich Community Municipal Investments.
- Działania edukacyjne i promocyjne oraz wspierające transparentność rynku, w tym organizacja szkoleń oraz opracowanie i wdrożenie polskiej Platformy Zrównoważonych Finansów.

Zaproponowane w raporcie rekomendacje zostały przedmiotem dalszych prac Grupy Roboczej ds. zielonych obligacji utworzonej przez Platformę Zrównoważonych Finansów (więcej na ten temat w pkt 87 niniejszego Sprawozdania).

STATUS: ZREALIZOWANE

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

Zrównoważone finanse (*sustainable finance*) to jeden z najbardziej dynamicznych trendów na rynkach finansowych w ostatnich kilku latach. Według agencji [Bloomberg](#) aktywa o zrównoważonym profilu w skali globalnej będą do końca 2025 roku stanowiły 1/3 wszystkich globalnych aktywów finansowych. Na dynamiczny rozwój rynków zrównoważonych aktywów wpływ kilka czynników, w tym regulacje, ryzyko i wymagania samych inwestorów.

Liderką w tym obszarze pozostaje dotychczas Unia Europejska. Owocem wspomnianego Planu Działania na rzecz Finansowania Zrównoważonego Wzrostu jest szereg inicjatyw zwiększających transparentność odnośnie wpływu przedsiębiorstw i instytucji finansowych na środowisko, oraz wpływu ryzyk klimatycznych na te podmioty ([rozporządzenie SFDR](#), projekt dyrektywy [CSRD](#)), a także określających zrównoważone obszary działalności gospodarczej (przede wszystkim europejska Taksonomia). Kontynuacją i uzupełnieniem Planu jest ogłoszona w lipcu 2021 roku [Strategia Finansowania Transformacji w kierunku Zrównoważonej Gospodarki](#), zawierająca nie tylko projekt unijnego standardu zielonych obligacji, ale także niezagospodarowane dotąd obszary, takie jak zielone budżetowanie, które ułatwić ma wyróżnienie zrównoważonych wydatków publicznych. Niektóre kraje przyjmują jednak własne, bardziej restrykcyjne przepisy (np. Francja i [Art. 173 ustawy Energy transition for green growth](#)) lub strategię (np. Niemcy przyjęty w maju 2021 r. [Sustainable Finance Strategie](#)). W najbliższych latach przewidziane jest przyjęcie dalej idących rozwiązań, jak choćby zapowiadane przez Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EBA) *Green Asset Ratio*, zobowiązujące banki i instytucje finansowe do pomiaru, raportowania, a w przyszłości prawdopodobnie także utrzymywania minimalnego poziomu zrównoważonych aktywów.

Na fali trendów związanych ze zrównoważonym finansowaniem formują się globalne i regionalne centra zrównoważonych finansów. Ich pozycja tylko częściowo zależy od dotychczasowego miejsca w rankingach, a sprawna polityka publiczna w zakresie zrównoważonych finansów oraz współpraca z uczestnikami rynku i samorządami odgrywają ważną rolę.

Według rankingu [Global Green Finance Index \(GGFI\)](#) z roku 2022, najważniejszymi centrami zielonych finansów są Londyn, Amsterdam oraz San Francisco i Sztokholm. Uznawany za stolicę światowej finansjery Nowy Jork zajmuje dopiero 5. miejsce. Warszawa znajduje się obecnie 70. miejscu rankingu na świecie, ale jest druga w regionie (po Nur-Sultan).

Według analiz Ministerstwa Finansów przeprowadzonych w ramach realizacji SRRK, powyższe zjawisko jest z punktu widzenia Polski wyzwaniem ale i szansą, by podjąć działania na rzecz tworzenia w Warszawie regionalnego centrum zielonych finansów. *Hub* zdolnego przyciągać inwestorów wysokiej jakości zrównoważonymi instrumentami i wyznaczającego trendy zrównoważonego inwestowania w Europie Środkowo-Wschodniej, spójne ze specyfiką regionalnych rynków związaną choćby z krótszą tradycją kapitalistyczną i większymi potrzebami związanymi z finansowaniem transformacji energetycznej.

Polski rynek jest wysoko rozwinięty na tle innych rynków w regionie, zarówno z punktu widzenia publicznego jak i prywatnego rynku kapitałowego. Polska była także pierwszym na świecie krajem, który w 2016 r. wyemitował zielone obligacje skarbowe, wyprzedzając takich prominentnych zwolenników proklimatycznych finansów jak Francja czy Holandia. Nie było to zresztą zdarzenie jednorazowe, bo w ostatnich latach miały miejsce cztery zielone emisje polskiego długu. Uczestniczymy też w [kolacji ministrów finansów na rzecz klimatu](#). Dzięki tym uwarunkowaniom, Polska posiada silną pozycję do budowania w naszym kraju centrum zrównoważonych finansów, zdolnego świadczyć usługi, takie jak notowanie i certyfikacja zielonych obligacji, tworzenie wskaźników niskoemisyjności czy analiza danych ESG, dla całego regionu. Kierując się metodologią wspomnianego rankingu GGFI, do kluczowych wskaźników sukcesu w tym obszarze należą głębokość i jakość rynku zielonych instrumentów.

Dlatego, w ramach realizacji SRRK, Ministerstwo Finansów zainicjowało w 2022 roku prace nad Mapą Drogową dla Rozwoju Zrównoważonych Finansów w Polsce. Mapa zostanie przygotowana do końca 2023 roku. Projekt jest finansowany i realizowany przy udziale Komisji Europejskiej w ramach Instrumentu Wsparcia Technicznego.

W ramach projektu powstanie dokument określający kluczowe obszary i kierunki rozwoju zrównoważonych finansów w taki sposób, aby mobilizować rozwój polskiego rynku kapitałowego. Prace realizowane są przy wsparciu uruchomionej przez Ministerstwo Finansów Platformy Zrównoważonych Finansów. W jej skład weszli przedstawiciele administracji publicznej, uczestników polskiego rynku finansowego, polskich i międzynarodowych instytucji rozwojowych, a także UN Global Compact Network w Polsce. Platforma spotyka się regularnie co ok. 6-8 tygodni. Prace pomiędzy spotkaniami toczą się w powoływanych przez Platformę grupach roboczych.

Informacje na temat spotkań wraz z materiałami analitycznymi są publikowane w Monitorze SRRK.

STATUS: ZREALIZOWANE

89. Podjęcie działań lobbingsowych podmiotów polskiego rynku i spółek energetycznych na forum międzynarodowym.

Wzmocnienie komunikacji uczestników polskiego rynku z przedstawicielami instytucji europejskich

Ponadto, Ministerstwo Finansów podjęło trójtorową inicjatywę zorientowaną na zapewnienie interesariuszom polskiego rynku kapitałowego możliwie szerokiej platformy do zabierania głosów na forum Unii Europejskiej. W tym celu, zorganizowane zostały spotkania z przedstawicielami właściwymi dla trzech kluczowych instytucji UE:

- **Parlament Europejski:** dla członków podgrupy roboczej RRRF ds. współpracy międzynarodowej zostały zorganizowane spotkania zapoznawcze z polskimi europosłami i europosłankami zasiadającymi w Komisji Gospodarczej i Monetarnej (ECON) Parlamentu Europejskiego, oraz ich asystentami. Celem spotkań było zachęcenie polskich reprezentantów w Parlamencie Europejskim do zaangażowania w kluczowe dla polskiego rynku kapitałowego kwestie oraz nawiązanie roboczych kontaktów z przedstawicielami polskiego rynku (przede wszystkim sektorami niemającymi swoich przedstawicieli w Brukseli).
- **Komisja Europejska:** dla członków podgrupy roboczej RRRF ds. współpracy międzynarodowej zostały zorganizowane cykliczne, odbywające się w grudniu każdego

roku (poczynając od roku 2021) spotkania z Polkami i Polakami pracującymi w kluczowych dyrekcjach generalnych Komisji Europejskiej – DG FISMA i DF REFORM. Spotkania były okazją do zaprezentowania uczestnikom polskiego rynku kapitałowego najważniejszych projektów legislacyjnych toczących się forum unijnym, oraz przekazanie pożytecznej wiedzy co do formy udziału w debacie publicznej nad tymi kluczowymi kwestiami, na forum brukselskim.

- **Rada Europejska:** w czerwcu 2023 r. zorganizowane zostało dla członków podgrupy roboczej RRRF ds. współpracy międzynarodowej spotkanie z przedstawicielami Departamentu Współpracy Międzynarodowej i Departamentu Rozwoju Rynku Finansowego. Celem spotkania było przybliżenie uczestnikom rynku procesu legislacyjnego w Unii Europejskiej oraz przekazanie wiedzy na temat najbardziej wskazanych etapów i form włączania się w debatę publiczną na temat najważniejszych dla polskiego rynku kwestii. Ponadto, efektem spotkania było zidentyfikowanie barier w komunikacji pomiędzy MF a uczestnikami rynku w kontekście opracowywania stanowisk polskiego rządu na Radę Europejską, w tematach związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego. MF zobowiązało się do usunięcia tych barier i usprawnienia komunikacji.

Powołanie attaché dedykowanego tematami rynku kapitałowego w Stałym Przedstawicielstwie RP w Brukseli

Jednocześnie, w związku z koniecznością zapewnienia wystarczających zasobów dedykowanych kwestiom istotnym z punktu widzenia polskiego rynku kapitałowego, w Stałym Przedstawicielstwie RP w Brukseli został w czerwcu 2023 r. powołany nowy attaché. Funkcję tę będzie pełnił Jakub Kącki, wieloletni pracownik Departamentu Rozwoju Rynku Finansowego w Ministerstwie Finansów, z doświadczeniem w negocjacjach na forum unijnym.

STATUS: ZREALIZOWANE

90. Analiza zasadności wprowadzenia przez GPW Benchmark wskaźnika niskoemisyjności.

Szczegółowa analiza zasadności i możliwości wprowadzenia wskaźnika niskoemisyjności została przeprowadzona przez GPW Benchmark i przekazana Ministerstwu Finansów. Analiza uwzględniła przede wszystkim możliwość uruchomienia wskaźnika niskoemisyjności zgodnego z wymogami *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2089 z dnia 27 listopada 2019 r. zmieniającego Rozporządzenie BMR* (rozporządzenie w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych).⁹⁹

W celu wypełnienia zobowiązań regulacyjnych zgodnie z BMR i rozwoju oferty indeksów, GPW Benchmark prowadziła w latach 2020 i 2021, monitoring raportowanych przez spółki informacji dot. dostępnych na rynku krajowym danych niefinansowych, niezbędnych do opracowania CTB. Monitoring wykazał, że na podstawie informacji od polskich emitentów Administrator nie ma wystarczających danych do stworzenia unijnych wskaźników referencyjnych transformacji klimatycznej, które opierałyby się na reprezentatywnym i

⁹⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywę 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz.U. L 171 z 29.6.2016, s. 1 z późn. zm.).

adekwatnym rynku bazowym, zapewniającym trwałość, solidność i odporność wskaźnika referencyjnego w przyszłości.

Mając na uwadze oczekiwaną poprawę warunków sprzyjających raportowaniu niefinansowemu, w tym wprowadzenie wymogów prawnych na poziomie unijnym, przede wszystkim wynikających z CSRD (pierwsza sprawozdawczość według nowych zasad ma dotyczyć roku obrotowego zaczynającego się 1 stycznia 2024 i po tej dacie oraz obejmować te spółki, które raportują pod dotychczasową NFRD) , a także obowiązek ujawniania informacji zgodnie z Europejskimi Standardami Raportowania Zrównoważonego Rozwoju (*European Sustainability Reporting Standards*), GPW Benchmark utrzymuje projekt monitoringu możliwości opracowywania indeksów ESG, CTB, PAB czy indeksów typu *low carbon*.

Prowadzone działania skupione są przede wszystkim w obszarze indeksów krajowych, niemniej mając na uwadze potencjał indeksów regionalnych oraz to, że GPW Benchmark jest administratorem indeksu CEEplus (opracowywanego na podstawie wartości portfela największych i najbardziej płynnych spółek notowanych na giełdach z regionu Europy Środkowej z Chorwacji, Czech, Polski, Rumunii, Słowacji, Słowenii i Węgier), prace związane z możliwością pozyskania danych dot. emisji gazów cieplarnianych będą kontynuowane, mając na uwadze rosnące zainteresowanie inwestorów segmentem CEE oraz potencjalne istotne idiosynkratyczności tych rynków w związku z realizacją strategii dekarbonizacji i zrównoważonego finansowania.

Działania Administratora, w tym prowadzenie projektów pilotażowych, będą miały na celu wsparcie prac edukacyjnych oraz poznawczych wśród emitentów oraz inwestorów, jak również kooperację z dostawcami danych niefinansowych, w oczekiwaniu na mitygację zidentyfikowanych barier rozwoju CTB lub innych indeksów uwzględniających cele zrównoważonego rozwoju i transformacji klimatycznej.

Pełna treść Analizy dostępna jest w Monitorze SRRK na [Zrównoważone finanse - Ministerstwo Finansów - Portal Gov.pl \(www.gov.pl\)](#)

STATUS: ZREALIZOWANE

IV. Kolejne kroki

W latach 2019-2023 zrealizowano istotną większość działań określonych w Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego, choć wiele z nich wymaga kontynuacji prac. W szczególności, należy wskazać na konieczność dalszych działań legislacyjnych i organizacyjnych na rzecz powołania w Polsce sądu rynku kapitałowego do rozpatrywania spraw dotyczących instytucji, emitentów i inwestorów, jak i wysiłków edukacyjnych wobec sędziów i prokuratorów. Nawet najlepsze regulacje niewiele znaczą wobec braku efektywnych mechanizmów ich egzekwowania.

Ponadto, w wielu obszarach realizacja Strategii nie odpowiada na bariery dla rozwoju rynku kapitałowego wyczerpująco, jak choćby w przypadku instrumentów inwestowania pasywnego, czyli funduszy ETF, co do których wymagane są dodatkowe zmiany legislacyjne umożliwiające osadzenie tych instrumentów w reżimie europejskiej Dyrektywy UCITS.

Bez wątpienia, kontynuacji wymagają nowe działania podjęte przez organy administracji publicznej w związku z realizacją SRRK, takie jak publikacja raportów analitycznych na temat wybranych aspektów

rynku kapitałowego w Polsce przez Ministerstwo Finansów i Urząd Komisji Nadzoru Finansowego. Doświadczenia zdobyte podczas implementacji Strategii wskazują, że ta dodatkowa transparentność i wysokiej jakości analityka oparta na danych stanowią istotny wkład w debatę publiczną na temat przyszłości i rozwoju polskiego rynku.

Warto podkreślić że działania zrealizowane w ramach Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego stanowią kompleksową i wielowymiarową odpowiedź na wyzwania stojące przed publicznym rynkiem kapitałowym w Polsce. Zainicjowane w ramach SRRK programy takie jak PPK czy Strategia Edukacji Finansowej, w połączeniu z zachętami podatkowymi dla emitentów i inwestorów, oraz rozwiązaniami regulacyjnymi dla nowych produktów i usług, mogą być w dłuższym terminie trampoliną rozwojową dla warszawskiej Giełdy.

Jednocześnie, przed polskim rynkiem wciąż stoją wyzwania, na które SRRK nie odpowiada. Jednym z nich, stanowiącym kluczowy czynnik oceny atrakcyjności stóp zwrotu na polskim rynku, jest brak równowagi pomiędzy obciążeniem podatkowym inwestycji na rynku kapitałowym i na rynku nieruchomości. Kontynuacji wymaga zatem debata publiczna nad zrównoważeniem obciążeń fiskalnych wobec zysków z inwestycji w innowacyjne publiczne spółki (podatek od zysków kapitałowych w wysokości 19%) i nieruchomości mieszkalne (ryczałt od najmu do 100 tys. PLN w wysokości 8,5%).

Ponadto, istotnym czynnikiem uniemożliwiającym rozwój polskiego rynku kapitałowego publicznego jest nieadekwatny (wobec systematycznego rozwoju gospodarki realnej i wzrostu PKB w ostatnich 15 latach) poziom stóp zwrotu z inwestycji giełdowych. Wstępne analizy tego problemu pozwalają postawić tezę, że ma on związek z tym, że na polski rynek trafia zbyt dużo małych i niekoniecznie konkurencyjnych przedsiębiorstw, a zbyt mało branżowych liderów. Może mieć to związek z kłopotami z adekwatną wyceną spółek oraz przewagą w finansowaniu biznesu ze strony sektora bankowego i ograniczonym popytem odpowiadającym relatywnie małej akumulacji długoterminowych oszczędności względem środków zdeponowanych w sektorze bankowym. Działania zmierzające do podniesienia konkurencyjności powinny znaleźć się w kolejnej transzy inicjatyw prorozwojowych wdrażanych po realizacji SRRK.

Na niskie stopy zwrotu ma wpływ także wysoki poziom kosztów pośrednich, czyli tzw. spreadów. Z analiz przeprowadzonych przez Ministerstwo Finansów i Urząd KNF we współpracy z uczestnikami polskiego rynku wynika, że istnieje wyraźna korelacja pomiędzy wysokim spreadem na giełdowym parkiecie w Warszawie a wielkością notowanych na GPW spółek. W połączeniu z danymi wskazującymi na lukę finansowania dla przedsiębiorstw na etapie scale-up w Polsce, na rynkach rozwiniętych wypełnioną przez fundusze prywatne, prowadzi to do wniosku że na GPW mogą trafiać spółki zbyt małe i niegotowe do wypełniania licznych obowiązków spoczywających na spółkach publicznych, z powodu braku alternatywy dla finansowania rozwoju ze strony profesjonalnych inwestorów takich jak *private equity*. Wydaje się zatem, że jednym z ważnych czynników powodzenia dobrze funkcjonującego, płynnego i przynoszącego wysokie stopy zwrotu rynku publicznego powinien być rozwój w Polsce prywatnego rynku kapitałowego.

Zgodnie z samą SRRK, powinna ona być pierwszą z serii strategii rozwoju polskiego rynku kapitałowego, które w przyszłości powinny powstać i zostać przyjęte przez rząd w celu aktualizacji założeń i planowanych działań. Dlatego, we współpracy z Europejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju (EBOiR), Ministerstwo Finansów rozpoczyna prace nad inicjatywą *Assessment and Action Plan for Developing Poland's Private Equity Ecosystem* zmierzającą do opracowania planu działania na rzecz rozwoju rynku funduszy prywatnych w Polsce. Celem projektu będzie zdefiniowanie rekomendacji działań legislacyjnych, fiskalnych jak i poza-regulacyjnych, które umożliwią zamknięcie luki finansowania dla

przedsiębiorstw na etapie scale-up w Polsce. W dłuższym horyzoncie czasowym, powinno to przełożyć się także na atrakcyjność podmiotów debiutujących na warszawskiej Giełdzie, oraz ich gotowość na współpracę z zewnętrznymi inwestorami a także wypełnienie najwyższych standardów transparentności.