

Załącznik nr 1

Stanowisko Advocacy Committee, jednostki działającej w ramach CFA Society Poland, dotyczące barier rozwoju i postulowanych rozwiązań wymienionych w raporcie BTA Consulting na temat sytuacji polskiego rynku kapitałowego w związku z opracowaniem Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego dla Polski.

1. Lack of day-to-day implementation responsibility for Polish capital market development (who is in charge, Ministry of Finance, NBP or KNF and how will the CMDS be implemented).

Popieramy koncepcję głębokiej współpracy wszystkich organów odpowiedzialnych za polski rynek finansowy. Powołanie organu lub ciała odpowiedzialnego za koordynację działań tych organów wydaje się sensowne i zasługuje na poparcie.

2. Insufficient Education and Depth of Knowledge for all stakeholders, including issuers, investors and market participants.

Absolutnie kluczowa dla rozwoju rynku kapitałowego czy finansowego jest edukacja finansowa szerszych warstw społeczeństwa. O ile problem edukacji finansowej i jej jakości na wyższych uczelniach dyskutowany był wielokrotnie, a jego znaczenie wciąż rośnie, o tyle problem edukacji finansowej osób bez wykształcenia biznesowego czy w ogóle wyższego został podniesiony stosunkowo niedawno. Tymczasem podstawową kwestią dla funkcjonowania rynku finansowego, efektywnego korzystania przez społeczeństwo z produktów finansowych, zwalczania przestępstw i oszustw na tym rynku jest powszechna edukacja ekonomiczna społeczeństwa. Dotyczy to jednak nie szkolenia ekonomistów, ale zapewnienia uczniom szkolnictwa powszechnego podstawowej wiedzy z zakresu produktów finansowych. Paradoksem jest fakt, że maturzyści zdający egzamin dojrzałości posiadają sporą wiedzę z zakresu matematyki pozwalającą na wykonanie wielu skomplikowanych obliczeń. Większość z nich nie jest jednak w stanie wyliczyć procentu składanego czy też obliczyć efektywną roczną stopę procentową kredytu, który najprawdopodobniej wezmą na jakimś etapie życia. Wyposażenie młodzieży wchodzącej w wiek dorosły w podstawową wiedzę finansową (również sprowadzającą się do niepodpisywania dokumentów, których nie rozumieją) jest niezbędnym i najbardziej skutecznym narzędziem przeciwdziałającym nadużyciom i przestępstwom na rynku finansowym/kapitałowym. Duża część nadużyć, które miały miejsce w ostatnich latach, nie wydarzyłoby się, bądź ich konsekwencje byłyby wielokrotnie mniejsze, gdyby wiedza ekonomiczna społeczeństwa była większa. Dotyczy to chociażby sprzedaży produktów oferowanych przez spółkę Amber Gold, które nie byłyby szerzej nabywane przez osoby posiadające podstawową edukację finansową.

Na poparcie i uznanie zasługuje inicjatywa realizowana przez Radę Rozwoju Rynku Finansowego i Ministerstwo Finansów, mającą na celu wprowadzenie edukacji finansowej do szkół i jej rozwijanie.

6. Reduced attractiveness of IPO and capital raising structures.

Niewielka i malejąca liczba ofert publicznych niewątpliwie spowodowana jest spadkiem atrakcyjności rynku publicznego dla spółek. To zjawisko powoduje z kolei coraz mniejsze zainteresowanie rynkiem przez inwestorów i spowolnienie jego rozwoju. Przyczyn takiego zjawiska jest wiele. Najważniejsze z pewnością związane są z podażą kapitału.

Należy jednak zwrócić również uwagę na czynnik związany ze zwiększonym ryzykiem, związanym z nowymi regulacjami, którym podlegają notowane spółki. Zarówno regulacje unijne, jak i krajowe co do zasady zaostrzają wymogi, które muszą spełniać spółki publiczne. Zaostrzeniu, i to znacznemu, ulegają również kary za nieprzestrzeganie tych wymogów. Mimo zaostrzenia wymogów, dokładny zakres obowiązków, którym podlega spółka publiczna, nie jest coraz bardziej precyzyjnie określany w przepisach. Przeciwnie, staje się on bardziej ogólny. Również definicje działań bądź zaniechań będących podstawą do nakładania kar są bardzo nieprecyzyjne i stają się coraz bardziej ogólne.

Kary pieniężne w wysokości sięgającej ponad 20 mln zł potencjalnie orzekane w stosunku do osób fizycznych czy mniejszych podmiotów gospodarczych, mimo posiadania teoretycznie charakteru administracyjnego mają de facto charakter bardzo poważnych sankcji karnych. Kary nałożone w takiej wysokości mogą spowodować niewypłacalność, a w konsekwencji ogłoszenie upadłości likwidacyjnej tych podmiotów bądź bankructwo i utratę całego majątku przez ukarane osoby fizyczne. Tego rodzaju konsekwencje są porównywalne, a nierzadko dalej idące niż zagrożenie sankcjami karnymi za przestępstwa penalizowane przez kodeks karny. Różnica polega jednak na tym, że sankcje za przestępstwa karne nakładane są przez niezawisłe sądy w drodze postępowania karnego, obejmującego kontradyktoryjny proces, prawo oskarżonego do obrony, zasadę domniemania niewinności oraz inne zasady i domniemania. Sankcje, o których mowa w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi oraz innych ustawach regulujących działanie instytucji rynku finansowego, mają charakter administracyjny i są nakładane w trybie, w którym sytuacja podmiotu oskarżanego o popełnienie czynu określonego w dyspozycji przepisu, jest nieporównywalnie słabsza, a możliwości obrony nieporównywalnie mniejsze. Powoduje to, zwłaszcza w przypadku braku przepisów doprecyzowujących sankcje, o których mowa w akapicie powyżej, znaczne ryzyko dla zarówno spółek publicznych, jak i osób nimi zarządzających.

Z uwagi na dużą ogólność definicyjną i arbitralność w rozstrzyganiu o naruszeniach ryzyko to nie może być istotnie zmniejszone poprzez przestrzeganie przepisów. Każda spółka publiczna jest w jakimś stopniu narażona na to, że jej działanie lub zaniechanie zostanie potraktowane jako naruszające przepisy i zostanie na nią nałożona sankcja, mimo iż spółka w swoim mniemaniu przestrzega wszystkich przepisów. Celowe wydaje się opracowanie standardów i wiążących interpretacji przepisów (wiążących wszystkie podmioty w takiej samej sytuacji), tak by podmioty, które zamierzają przestrzegać (i zgodnie z najlepszą wiedzą przestrzegają) przepisów, były wolne od ryzyka ukarania.

Naszym zdaniem należałoby się zastanowić nad ustanowieniem alternatywnego trybu nakładania i nadzorowania nakładania kar z tytułu naruszeń przepisów ustaw regulujących rynek finansowy, fundusze i firmy inwestycyjne. Wobec powyższego celowym wydaje się wprowadzenie odpowiedniego trybu nakładania powyższych sankcji, który uwzględniałby w większym stopniu zasady obecne w procesie karnym i w większym stopniu podlegały nadzorowi sądowemu. Mogłoby to dotyczyć choćby zastosowania zasad pochodzących z postępowania karnego, dotyczących podmiotu oskarżanego w postępowaniu administracyjnym w przedmiocie nałożenia kary czy możliwości odwołania się od decyzji nakładającej karę w pierwszej instancji do odpowiedniego sądu (Sąd Rynku Finansowego), który oceniałby cały zgromadzony materiał dowodowy, a nie tylko przesłanki podlegające ocenie przez sąd administracyjny przy ocenie zgodności z prawem decyzji organu administracji.

Market Structure

13. The capital markets community is too passive and does not jointly finance lobbyists in Brussels (for Poland and the region).

Legal and Regulatory

14. Limited Financing Structure for KNF leading to under-performance, unclear Terms of Reference, inadequate Supervisory Interaction and insufficient experienced resources from the market.

Zgadza się, że w obliczu rozmiarów polskiego rynku kapitałowego, rosnących potrzeb nadzorczych, postępującej komplikacji przepisów i wymogów, jakie muszą spełniać instytucje nadzorowane budżet Komisji Nadzoru Finansowego, możliwości kadrowe są ograniczone. Sprawne funkcjonowanie organu nadzoru wymagać będzie zwiększenia zatrudnienia, a przez to również zwiększenia budżetu tej jednostki.

Finansowanie KNF ze składek podmiotów nadzorowanych daje możliwość zwiększenia tego budżetu bez ponoszenia dodatkowych wydatków ze strony budżetu Państwa RP. Finansowanie to musi być jednak rozłożone na podmioty w sposób adekwatny i proporcjonalny, uwzględniający rozmiar i poziom przychodów podmiotów nadzorowanych. Chcemy przy tym zwrócić uwagę na dwa niezmiernie ważne aspekty.

W pełni zgadzamy się z wnioskiem BTA Consulting, że w systemie oceny KNF powinny znajdować się kluczowe wskaźniki (ang. *key performance indicators*). Naszym zdaniem te wskaźniki powinny również mieć wpływ na finansowanie KNF, a przez to działać motywująco na pracowników tego organu (w szczególności poprzez budżet premiowy). Cele, do których należy motywować, to m.in. rozwój rynku, w tym liczby podmiotów, uczestników rynku: spółek publicznych, firm inwestycyjnych itp. – im większa tym lepiej, oraz skala działań o charakterze niezgodnym z prawem – im mniejsza tym lepiej, i wykrywalność/karalność ujawnionych działań sprzecznych z prawem.

Urząd KNF, jak każdy organ państwa pełniący jednocześnie funkcje regulatora dostępu do pewnej sfery działalności i nadzorcy tej sfery, jest przedmiotem konfliktu interesów. Każdy nadzorca zainteresowany jest występowaniem jak najmniejszej liczby sytuacji sprzecznych z prawem bądź z jego interpretacją przez organ. Najprostszym sposobem ograniczenia tego rodzaju zachowań jest ograniczenie liczby podmiotów licencjonowanych do wejścia w tę sferę. W przypadku KNF oczywistym jest, że ograniczenie liczby spółek publicznych, firm inwestycyjnych, funduszy inwestycyjnych czy działalności tychże najprawdopodobniej spowoduje spadek (albo przynajmniej brak wzrostu) zachowań niezgodnych z prawem lub nadużyć w obszarze rynku kapitałowego. Sytuacja ta obok tego pozytywnego zjawiska generuje jednak bardzo istotne negatywne zjawisko, jakim jest zastopowanie, bądź spowolnienie wzrostu całego rynku. Uważamy, że KNF jako nadzorca nad rynkiem kapitałowym powinien być motywowany również i finansowo do wspierania rozwoju tego rynku, m.in. poprzez wzrost działających na nim podmiotów.

Kolejną istotną kwestią jest budżetowanie kar nakładanych przez KNF w toku prowadzonych postępowań. Naszym zdaniem kary te powinny albo stanowić przychód Skarbu Państwa, albo (w całości lub części) być pożytkowane na działania mające na celu likwidację bądź zmniejszanie skutków nadużyć i przestępstw popełnianych na rynku kapitałowym (poprzez np. utworzenie funduszu rekompensat dla osób poszkodowanych). Kary te nie powinny jednak w żadnym razie trafiać do budżetu KNF. Sytuacja ta bowiem rodziłaby motywację organu nadzoru nie do przeciwdziałania nadużyciom i przestępstwom na rynku kapitałowym, ale do ich tolerowania, a następnie nakładania jak największych kar na dokonujące je podmioty. KNF powinien być motywowany do jak najszybszego wykrywania przypadków nadużyć i ich likwidowania w zarodku, a nie do nakładania surowych kar w stosunku do zdarzeń wykrytych z dużym opóźnieniem (gdzie z reguły inwestorzy bądź inne podmioty są już pokrzywdzone kwotami, które nie są w żaden sposób do odzyskania). Znane nam są również przypadki (na szczęście z zamierzonej przeszłości) wydawania wprost poleceń pracownikom organu, jednego z poprzedników KNF, aby przed świętami Bożego Narodzenia nakładali kary w odpowiedniej wysokości, niezależnie od faktycznego występowania, bądź nie naruszeń w celu uzyskania budżetu na premie świąteczne dla pracowników.

15. Market perceived uncertainties related to the National Pension System reforms (PPK and OFE)

Jakakolwiek jest wizja system emerytalnego i jego składnika kapitałowego, koncepcja ta powinna być jasno zdefiniowana, ogłoszona i wdrożona jak najszybciej. Swego rodzaju "zawieszenie" odnoszące się do planowanych zmian w reżimie otwartych funduszy emerytalnych i systemu emerytalnego w ogóle powoduje niepewność inwestorów (w szczególności zagranicznych) co do rynku polskiego i wpływa na mniejszą skłonność do inwestowania. Oczywiście im większy będzie udział filaru kapitałowego w systemie emerytalnym, tym większy będzie jego pozytywny wpływ na rozwój polskiego rynku kapitałowego.

16. Implementation of disproportional and gold-plating legal and regulatory structures by KNF creating barriers to competitive and efficient market operations

Istotnym problemem rzutującym na sytuację na polskim rynku kapitałowym, a przez to jego konkurencyjność jest bardzo restrykcyjna interpretacja przez Komisję Nadzoru Finansowego krajowych i unijnych regulacji rynkowych, któremu często towarzyszy dodawanie przez nadzorcę dodatkowych wymogów i nakładania na podmioty nadzorowane dodatkowych obowiązków, niewymaganych żadnymi przepisami (tzw. Gold-plating).

Zjawisku temu towarzyszy z kolei skrajnie liberalne podejście do interpretacji przepisów regulujących postępowanie organu, w szczególności Kodeksu Postępowania Administracyjnego. Terminy określone w przepisach nie są przestrzegane, a faktyczny czas wydania decyzji w sprawie nierzadko kilkunasto- czy kilkudziesięciokrotnie przekracza terminy ustawowe. Porównanie realiów polskich do sytuacji w innych krajach europejskich pokazuje również skrajne różnice w czasie trwania postępowań w stosunku do innych krajów na niekorzyść Polski.

Jak pokazują ostatnie wydarzenia opisane powyżej praktyki wcale nie powodują skutecznej ochrony inwestorów czy rynku przed nieuczciwymi praktykami i nie zapobiegają nadużyciom, które miały miejsce chociażby w spółce zajmującej się obrotem wierzytelnościami czy funduszach zarządzanych przez TFI, które niedawno straciło licencję. Skutecznie hamują jednak rozwój tego rynku i skłaniają podmioty do dokonywania arbitrażu prawnego poprzez rejestrowanie działalności w innych jurysdykcjach europejskich (co w dużej mierze zresztą "wyjmuje" je spod nadzoru organów polskich).

Rozumiemy jednocześnie, że niektóre określone w KPA terminy (1 miesiąc na załatwienie sprawy; 2 miesiące, gdy sprawa jest szczególnie skomplikowana) mogą nie być realne w niektórych, szczególnie skomplikowanych sprawach, takich jak np. wydanie licencji nowemu bankowi czy firmie inwestycyjnej. Nie zmienia to faktu, że są w Unii Europejskiej jurysdykcje, gdzie tego typu sprawy są załatwiane, a decyzje wydawane w takich terminach.

Postulujemy zmianę przepisów dotyczących terminów prowadzenia spraw przed KNF poprzez wprowadzenie zapisów mających charakter *lex specialis*, w stosunku do KPA określających terminy załatwienia poszczególnych spraw o długości faktycznie pozwalającej na załatwienie tej sprawy (np. 4 miesiące na wydanie decyzji w przedmiocie licencji dla nowych podmiotów nadzorowanych czy też zatwierdzenia prospektu emisyjnego dla spółki bądź funduszu) i jednocześnie wprowadzenie sankcji za niedotrzymanie tego terminu przez organ.

Równocześnie, odnośnie czynności wpisu podmiotu na listę bądź do rejestru, takich jak chociażby agent firmy inwestycyjnej, alternatywna spółka inwestycyjna, należałoby wprowadzić przepis, mówiący o tym, że jeżeli organ nie podejmie decyzji w przedmiocie wpisu w przewidzianym w przepisach terminie, wpis do rejestru następuje automatycznie.

Pozytywny wpływ na sprawne funkcjonowanie KNF jako nadzorcy rynku miałyby również zwiększenie budżetu i wprowadzenie kluczowych wskaźników, o których mowa w punkcie 14., oraz powołanie Sądu Rynku Kapitałowego, o którym mowa w punkcie 17.

17. Gaps in the legal and regulatory framework which add to market inefficiency and risk while reducing trust including:

Lack of independent qualified courts specialising in financial crime

Brak zrozumienia działania rynku kapitałowego czy finansowego przez sądy rozpatrujące sprawy z tego zakresu jest problemem od dawna sygnalizowanym przez wszystkie kategorie podmiotów funkcjonujące na rynku finansowym (od inwestorów począwszy, poprzez uczestników rynku, na organie nadzoru skończywszy). Dotyczy to zarówno spraw karnych, jak i administracyjnych. Sytuacja ta utrudnia rozpatrywanie spraw z tego zakresu i poważnie osłabia egzekwowanie prawa w zakresie finansów oraz karanie przestępstw popełnianych na rynku finansowym.

Biorąc pod uwagę specyfikę tej sfery gospodarki, jej złożoność, komplikacje poszczególnych instrumentów finansowych i stosunków prawnych, nie wydaje się możliwe takie podniesienie wiedzy z zakresu rynku finansowego u sędziów sądów powszechnych, by powyższe problemy udało się rozwiązać w ramach właściwości sądów powszechnych.

Postulujemy zatem powołanie Sądu Rynku Finansowego, będącego dwuwydziałową jednostką sądu Okręgowego w Warszawie, z których jeden byłby wydziałem karnym. W skład tego sądu wchodziłoby sędziowie posiadający wiedzę i doświadczenie z zakresu finansów i rynku kapitałowego. Przechodziliby oni szkolenia z tego zakresu, a wraz z orzekaniem ich wiedza praktyczna byłaby coraz większa.

Sprawy karne z zakresu finansów, ubezpieczeń, bankowości, rynku kapitałowego, papierów wartościowych powinny zostać wyłączone z właściwości miejscowej sądów powszechnych i być rozpatrywane przez wydział karny Sąd Rynku Finansowego. Zapewniłoby to dużo sprawniejsze rozpatrywanie tego rodzaju spraw, a przez to skrócenie postępowań w sprawach rynku finansowego, które trwają latami również dlatego, że orzekający w tej sprawie sędziowie sądów powszechnych muszą długo zapoznawać się ze sprawami, by zrozumieć ich treść, często posiłkując się opiniami biegłych w sprawach, w których nie byłyby one tak naprawdę potrzebne. W przypadku powołania takiego sądu sytuacja ta uległaby znaczącej poprawie.

Drugi wydział sądu miałby analogiczny zakres kompetencji co Sąd Ochrony Konkurencji i Konsumentów w postępowaniach z zakresu ochrony konkurencji i konsumentów, komunikacji elektronicznej i regulacji energetyki. Podobnie jak w ww. dziedzinach, gdzie Sąd Ochrony Konkurencji i Konsumentów stanowi drugą instancję, rozpatrującą odwołania od UOKiK, URE i UKE, stanowiłby on instytucję odwoławczą od decyzji KNF. Wprowadzenie takiego mechanizmu wprowadziłoby faktycznie dwuinstancyjność postępowania w sprawach rynku finansowego i kapitałowego. Jednocześnie

znacznie ograniczyłyby rozpoznawanie spraw z tej dziedziny przez Wojewódzki i Naczelny Sąd Administracyjny.

Powołanie ww. sądu pozytywnie wpłynęłoby również na zaufanie społeczeństwa do polskiego rynku kapitałowego. Poprzez szybciej i sprawniej zapadające wyroki (a co za tym idzie szybsze skazywanie osób winnych przestępstw finansowych) wzrosłoby zaufanie klientów detalicznych oraz inwestorów.

Poprzez możliwość odwoływania się do sądu (i sprawnego ich rozpatrywania) od decyzji KNF, podobnie jak ma to miejsce w niektórych innych sferach, takich jak ochrona konkurencji i konsumentów wzrosłoby zaufanie i spadłoby ryzyko spółek publicznych i rozważających, oraz instytucji czy inwestorów finansowych. Rynek finansowy w Polsce stałby się bardziej transparentny i bardziej sprawiedliwy. CFA Society Poland może przygotować szczegółowy projekt takiego rozwiązania. Analogicznie jak w przypadku sądu należałoby wydzielić komórkę prokuratury wyspecjalizowaną w ściganiu przestępstw rynku finansowego.