

# **POŻĄDANA STRUKTURA POLSKIEGO SYSTEMU BANKOWEGO**

***PREZENTACJA NA KONFERENCJI SGH I PTE***

***„EFEKTYWNOŚĆ POSTĘPOWAŃ UPADŁOŚCIOWYCH – WYNIKI BADAŃ,  
ICH POPULARYZACJA ORAZ WYKORZYSTANIE W PRAKTYCE „***

**WARSZAWA, 17 STYCZNIA 2013**

**Stefan Kawalec  
Prezes Zarządu**



# UWAGI PORZĄDKOWE

---

## **Prezentację oparto na raporcie:**

Capital Strategy, „Raport dotyczący optymalnej struktury polskiego systemu bankowego w średnim okresie”, Warszawa, 31 października 2012r., (autorzy: Stefan Kawalec i Marcin Gozdek), który zawiera szersze rozwinięcie i uzasadnienie prezentowanych tez.

Raport jest dostępny na stronach internetowych:

[www.nbp.pl/home.aspx?f=/badania/seminaria\\_2012.htm](http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/badania/seminaria_2012.htm)

[www.capitalstrategy.pl](http://www.capitalstrategy.pl)

## **Zastrzeżenie**

Capital Strategy jest firmą doradczą świadczącą usługi na rzecz podmiotów publicznych i prywatnych. W szczególności, Capital Strategy może świadczyć usługi doradcze na rzecz banków, a także podmiotów inwestujących lub zainteresowanych inwestycjami w sektorze bankowym.

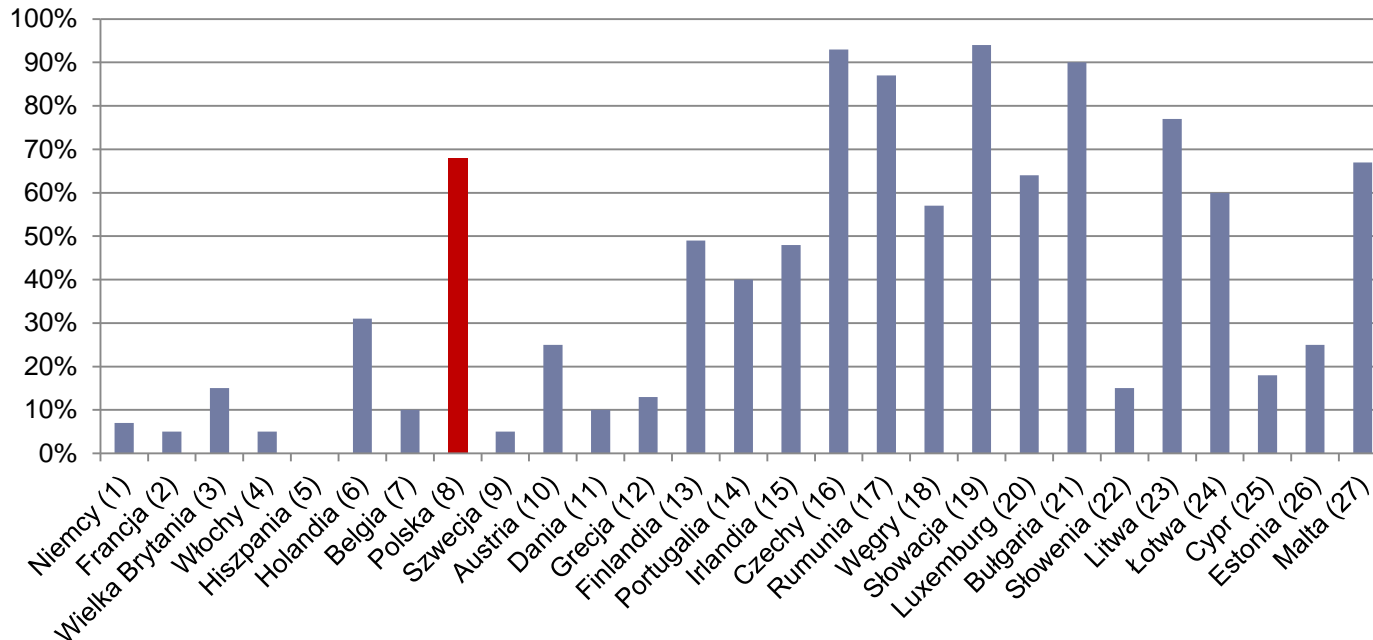
# AGENDA

---

- I. **Struktura własnościowa polskiego sektora bankowego w porównaniu z innymi krajami UE**
- II. Skutki dominacji w polskim sektorze bankowym banków kontrolowanych z zagranicy
- III. Jakie są alternatywy dla zagranicznej kontroli nad bankami
- IV. Docelowy model systemu bankowego wspierający długookresowy wzrost gospodarczy
- V. Proponowana strategia dla polskich władz

# POLSKA JEST DUŻĄ GOSPODARKĄ EUROPEJSKĄ O STRUKTURZE SEKTORA BANKOWEGO TYPOWEJ DLA MAŁYCH GOSPODAREK EUROPEJSKICH

Wykres 1. Udział banków kontrolowanych z zagranicy w aktywach największych 10 banków (2008).  
Kraje uszeregowane wg PKB w 2010 roku



- ▶ Obecna struktura polskiego systemu bankowego nie jest wynikiem spontanicznych procesów rynkowych, lecz efektem polityki prywatyzacyjnej, nastawionej na pozyskiwanie wiarygodnych zagranicznych inwestorów strategicznych. Inwestorzy ci przyczynili się do modernizacji systemu bankowego i rozwoju polskiej gospodarki, lecz dziś krajowe banki nie potrzebują już kontroli zarządczej sprawowanej przez zagraniczne instytucje.

# AGENDA

---

- I. Struktura własnościowa polskiego sektora bankowego w porównaniu z innymi krajami UE
- II. **Skutki dominacji w polskim sektorze bankowym banków kontrolowanych z zagranicy**
- III. Jakie są alternatywy dla zagranicznej kontroli nad bankami
- IV. Docelowy model systemu bankowego wspierający długookresowy wzrost gospodarczy
- V. Proponowana strategia dla polskich władz

# **SKUTKI DOMINACJI W POLSKIM SEKTORZE BANKOWYM BANKÓW KONTROLOWANYCH Z ZAGRANICY**

---

Najważniejsze, omawiane dalej, skutki dominacji banków kontrolowanych z zagranicy w polskim sektorze bankowym to:

- A. Zakłócenia w wykonywaniu przez sektor bankowy funkcji pośrednictwa finansowego.
- B. Ryzyko ograniczenia możliwości finansowania strategicznych sektorów w wyniku zewnętrznych wobec Polski decyzji politycznych.
- C. Utrudnienia dla stabilnego finansowania długu publicznego.
- D. Ograniczenia możliwości stosowania polityki makro-ostrożnościowej.

## **A. ZAKŁÓCENIA W WYKONYWANIU PRZEZ SEKTOR BANKOWY FUNKCJI POŚREDNICTWA FINANSOWEGO (1)**

---

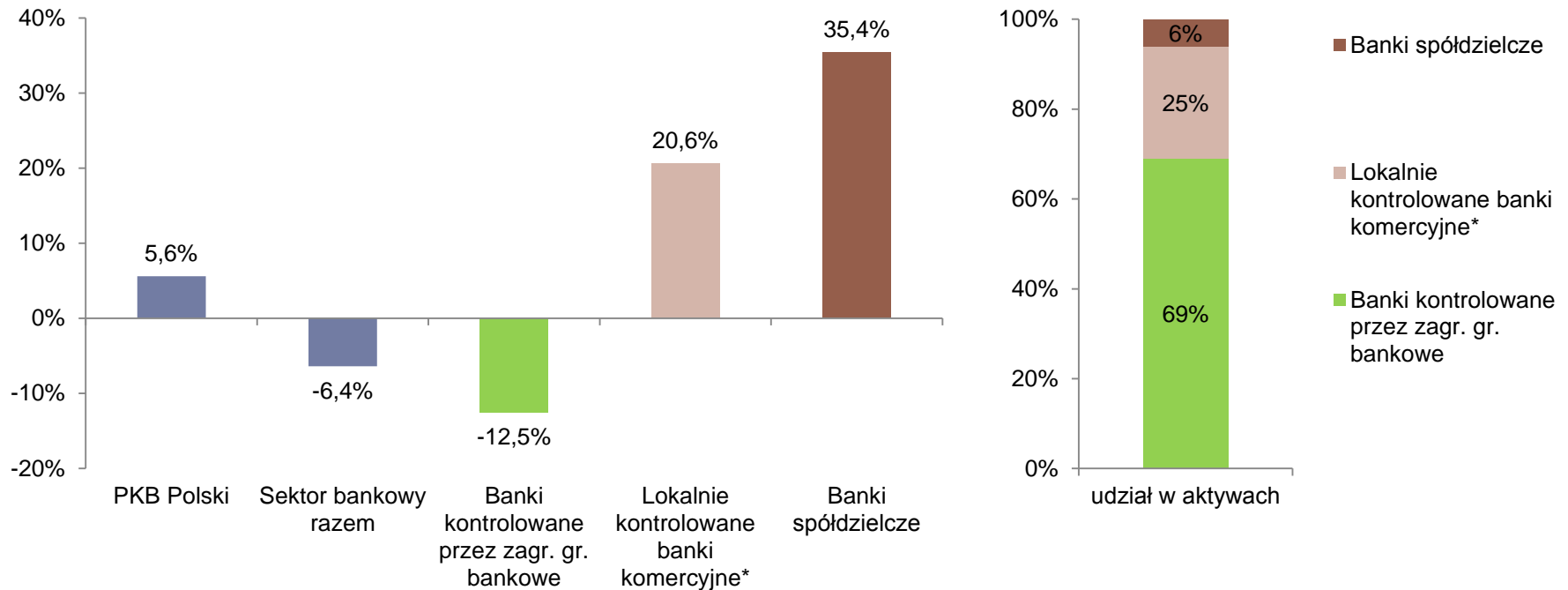
Bank, będący częścią międzynarodowej grupy bankowej, kieruje się w swojej działalności na rynku polskim nie tylko oceną sytuacji i perspektyw polskiej gospodarki oraz własną sytuacją finansową, lecz również sytuacją całej grupy bankowej.

- Problemy w gospodarce kraju macierzystego grupy bankowej lub problemy finansowe grupy bankowej mogą istotnie zakłócić wykonywanie przez bank zależny funkcji pośrednictwa finansowego w Polsce.
- Gdy dotyczy to pojedynczego banku, nie stanowi to poważnego problemu.
- Sytuacja staje się poważniejsza, gdy dotyczy to większej liczby banków.

# A. ZAKŁÓCENIA W WYKONYWANIU PRZEZ SEKTOR BANKOWY FUNKCJI POŚREDNICTWA FINANSOWEGO (2)

## DOŚWIADCZENIA LAT 2009-2010

Wykres 2. Realny przyrost kredytu dla przedsiębiorstw w okresie dwóch lat 2009-2010 oraz udział w aktywach 2010



\* / PKO BP, GetinBank, Noble Bank, BGK, BOŚ, Alior, Invest-Bank, Bank Pocztowy

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP, KNF, GUS, danych z banków oraz sprawozdań finansowych banków



# **A. ZAKŁÓCENIA W WYKONYWANIU PRZEZ SEKTOR BANKOWY FUNKCJI POŚREDNICTWA FINANSOWEGO (3)**

## **DOŚWIADCZENIA LAT 2009-2010**

---

### **Dlaczego banki kontrolowane przez zagraniczne grupy bankowe ograniczyły kredyt korporacyjny?**

#### 1. Spadek popytu na kredyt?

- Spadek popytu na kredyt nie wyjaśnia tak zasadniczych różnic w dynamice kredytu w różnych grupach banków.

#### 2. Dostępność funduszy pożyczkowych?

- Banki te jednocześnie zwiększyły realnie kredyt dla gospodarstw domowych i dla sektora publicznego.

#### 3. Wysokość współczynników wypłacalności w banku?

- Nie. Patrz następny slajd.

#### 4. Współczynnik wypłacalności w grupie bankowej, do której należy bank?

- Prawdopodobne.

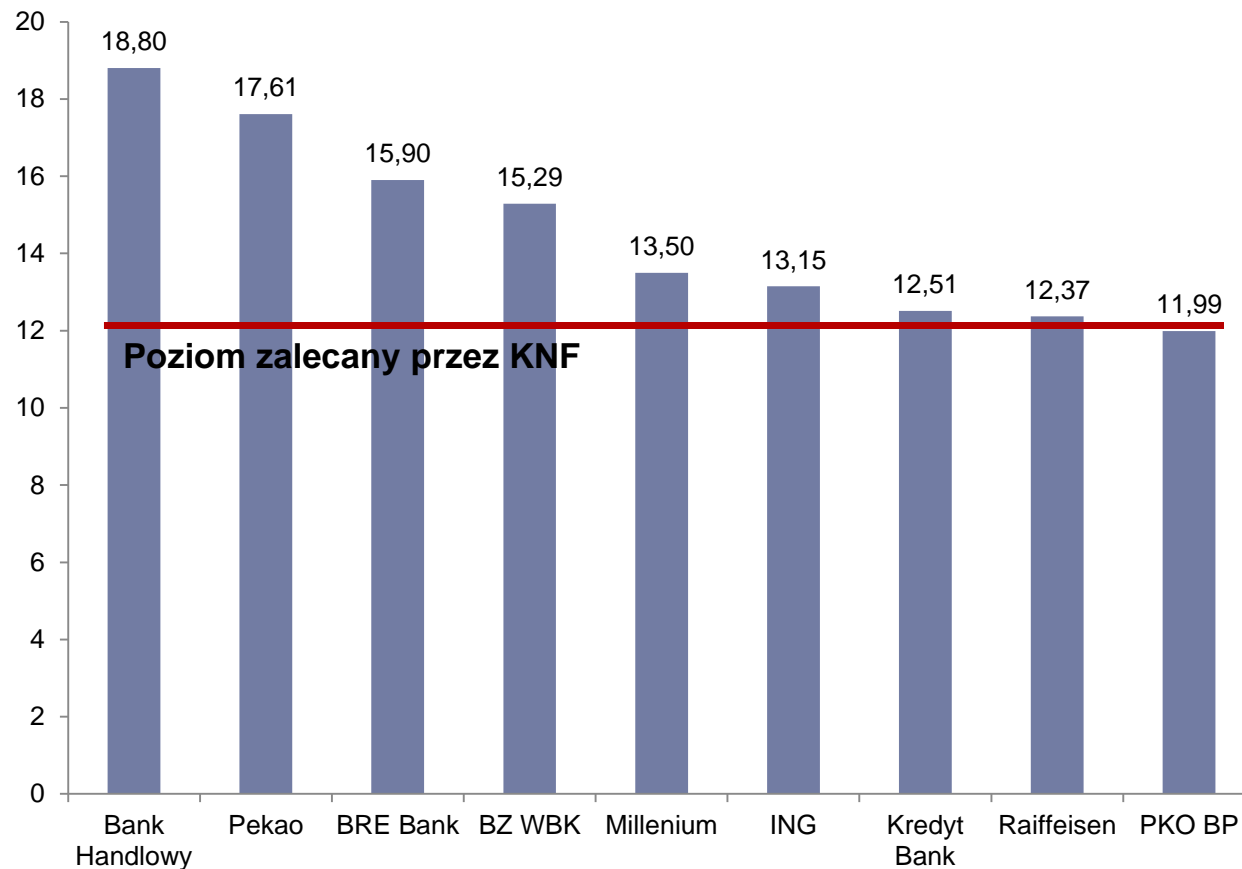
#### 5. Apetyt na ryzyko kredytowe w segmencie korporacyjnym.

- Najprawdopodobniej był to najistotniejszy czynnik.

# A. ZAKŁÓCENIA W WYKONYWANIU PRZEZ SEKTOR BANKOWY FUNKCJI POŚREDNICTWA FINANSOWEGO (4)

## DOŚWIADCZENIA LAT 2009-2010

Wykres 3. Współczynnik adekwatności kapitałowej największych banków w Polsce w 2010 roku

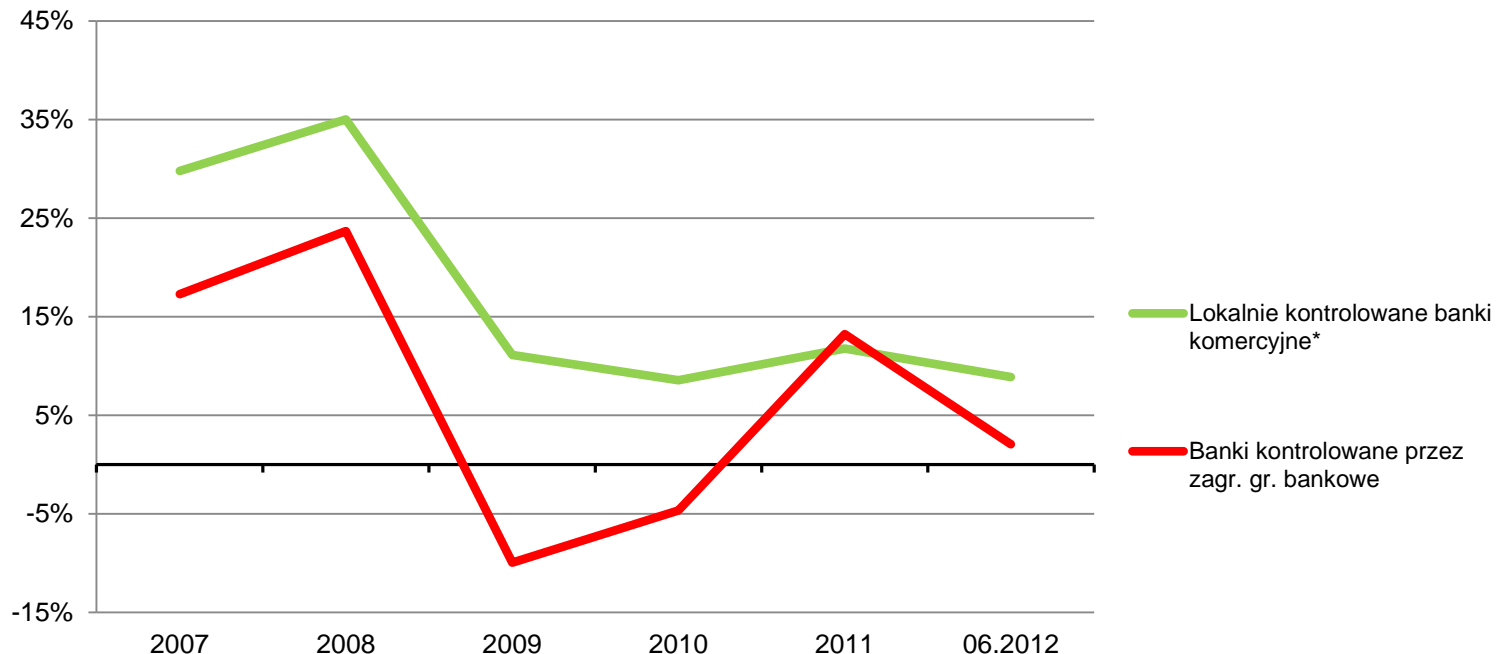


# A. ZAKŁÓCENIA W WYKONYWANIU PRZEZ SEKTOR BANKOWY FUNKCJI POŚREDNICTWA FINANSOWEGO (5)

## DOŚWIADCZENIA CAŁEGO OKRESU 2007-2012 (DO 30 CZERWCA)

*Dynamika kredytu dla przedsiębiorstw w bankach kontrolowanych z zagranicy jest w porównaniu z dynamiką w bankach kontrolowanych lokalnie znacznie bardziej pro-cykliczna i wydaje się być powiązana bardziej z dynamiką PKB Eurolandu niż PKB Polski.*

**Wykres 4. Dynamika realna kredytu dla przedsiębiorstw**



*\*/ PKO BP, GetinBank, Noble Bank, BGK, BOŚ, Alior, Invest-Bank, Bank Poczty*

*Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP, KNF, GUS, danych z banków oraz sprawozdań finansowych banków*

## **A. ZAKŁÓCENIA W WYKONYWANIU PRZEZ SEKTOR BANKOWY FUNKCJI POŚREDNICTWA FINANSOWEGO (6)**

---

1. Sektor finansowy w Europie i na świecie przechodzić będzie w najbliższym okresie poważne perturbacje. Międzynarodowe grupy bankowe będą musiały ograniczać swoją dźwignię finansową aby poprawić współczynniki kapitałowe.
2. Proces konsolidacji kapitału na poziomie grupy pozwala wykorzystać uwolniony w Polsce kapitał regulacyjny na innych rynkach bez potrzeby pobierania dywidendy i transferu funduszy za granicę.
3. Niektóre polskie banki zależne od międzynarodowych grup bankowych, mające nadwyżki kapitału i dostęp do depozytów klientowskich i widzące w polskiej gospodarce przestrzeń dla rentownego i bezpiecznego wzrostu akcji kredytowej, mogą zostać zmuszone do powstrzymania wzrostu kredytów w efekcie ograniczeń narzuconych przez centralę grupy, po to by uwolnić kapitał regulacyjny i wykorzystać go na innych rynkach, na których grupie brakuje kapitału.

## **B. RYZYKO OGRANICZENIA MOŻLIWOŚCI FINANSOWANIA STRATEGICZNYCH SEKTORÓW W WYNIKU ZEWNETRZNYCH WOBEC POLSKI DECYZJI POLITYCZNYCH\*/**

---

1. W polskiej strategii energetycznej kluczową rolę odgrywają lub w zamierzeniu mają odgrywać sektory, których rozwój jest kontestowany w wielu krajach europejskich:
  - ▶ **Energetyka węglowa** – obecne w Polsce koncerny energetyczne z Niemiec (RWE) i Szwecji (Vatenfall) wycofały się z planów budowy nowych elektrowni węglowych w Polsce.
  - ▶ **Energetyka jądrowa** – Niemcy podjęły decyzję o zamknięciu elektrowni jądrowych. Budowa elektrowni jądrowych w Polsce budzi sprzeciw w Niemczech i kilku innych krajach UE.
  - ▶ **Gaz łupkowy** – rozwój wydobywania gazu łupkowego budzi sprzeciw w wielu krajach europejskich i zagraża interesom Gazpromu.
2. Banki z krajów UE i Norwegii będą mało chętne finansować wydobycie gazu łupkowego oraz elektrownie węglowe.
3. Jest wysoce wątpliwe, by banki niemieckie, austriackie, holenderskie czy skandynawskie chciały finansować energetykę jądrową w Polsce.
4. Banki francuskie raczej nie będą finansować energetyki jądrowej opartej o technologie nie-francuskie.

*\*/ Wykorzystujemy tu notatkę z dnia 21 marca 2012 roku Specjalnego Doradcy Ministra Spraw Zagranicznych ds. Ekonomicznych Macieja Olexa-Szczytowskiego (byłego bankiera inwestycyjnego)*

## **C. UTRUDNIENIA DLA STABILNEGO FINANSOWANIA DŁUGU PUBLICZNEGO**

---

1. W każdym kraju lokalne banki są istotną kategorią nabywców długu publicznego.
2. W przypadku działających w Polsce banków kontrolowanych z zagranicy, ich zdolność do inwestowania w atrakcyjne papiery skarbowe jest ograniczona przez limity na polskie ryzyko suwerenne nakładane przez zagraniczne centrale.
3. W przypadku ewentualnych zaburzeń w gospodarce światowej lub innych wydarzeń zwiększających awersję inwestorów zagranicznych do ryzyka polskiego, limity na ryzyko polskie w polskich bankach należących do zagranicznych grup bankowych mogą ulec gwałtownemu zmniejszeniu.
4. Istnieje poważne ryzyko jednoczesnego wyprzedawania obligacji polskich przez inwestorów zagranicznych oraz przez większość działających w Polsce banków. Dlatego, szczególnie w obecnej sytuacji w gospodarce światowej, dominacja banków kontrolowanych przez zagraniczne grupy bankowe poważnie zwiększa ryzyko finansowania polskiego długu publicznego.

## **D. OGRANICZENIA MOŻLIWOŚCI STOSOWANIA POLITYKI MAKRO-OSTROŻNOŚCIOWEJ**

---

1. Doświadczenia globalnego kryzysu bankowego pokazały, że dla efektywnego zapewnienia stabilności makroekonomicznej kraju i powstrzymania boomów kredytowych na poszczególnych segmentach rynku potrzebne może być odpowiednie dostosowanie parametrów działania banków takich jak: wymóg kapitałowy, maksymalna relacja wartości kredytu w stosunku do wartości nieruchomości lub do dochodu itp. Takie stosowanie regulacji ostrożnościowych w celach stabilizacji makroekonomicznej określane jest mianem polityki makro-ostrożnościowej.
2. W przypadku wprowadzenia proponowanej przez KE „maksymalnej harmonizacji” reguł nadzorczych:
  - Regulacje ostrożnościowe będą ustalane jednolicie w całej UE.
  - Lokalne nadzory utracą wpływ na działanie banków należących do zagranicznych grup bankowych, gdzie gros obowiązków nadzorczych we współpracy z europejskim nadzorem bankowym wykonywane będzie przez nadzory krajów, w których znajdują się centrale grup.
  - Lokalni nadzorcy mogą w praktyce zachować wpływ na funkcjonowanie lokalnych banków wobec których będą sprawować gros obowiązków nadzorczych i w stosunku do których dokonywać będą praktycznej implementacji ogólnoeuropejskich reguł ostrożnościowych.
3. Niebezpieczne skutki wprowadzenia zasady maksymalnej harmonizacji będą tym większe, im większy będzie udział banków kontrolowanych z zagranicy w polskim sektorze bankowym.

# AGENDA

---

- I. Struktura własnościowa polskiego sektora bankowego w porównaniu z innymi krajami UE
- II. Skutki dominacji w polskim sektorze bankowym banków kontrolowanych z zagranicy
- III. **Jakie są alternatywy dla zagranicznej kontroli nad bankami**
- IV. Docelowy model systemu bankowego wspierający długookresowy wzrost gospodarczy
- V. Proponowana strategia dla polskich władz



# UDOMOWIENIE BANKÓW

---

Udomowienie:

- a) nie oznacza przejęcia kontroli nad bankami przez instytucje zależne od państwa
  - *Uważamy, że zwiększenie zakresu bezpośredniej lub pośredniej kontroli właścicielskiej państwa nad sektorem bankowym jest niepożądane i byłoby szkodliwe dla efektywności sektora bankowego i bardzo ryzykowne.*
- b) nie oznacza, że większość akcji musi znajdować się w ręku inwestorów polskich
  - *Istotne jest to, by faktyczne centrum decyzyjne banku znajdowało się w jego centrali w Polsce.*

## **ROZDROBNIONY AKCJONARIAT BEZ INWESTORA STRATEGICZNEGO MOŻE BYĆ AKCEPTOWALNĄ ALTERNATYWĄ DLA KONTROLI SPRAWOWANEJ PRZEZ ZAGRANICZNĄ GRUPĘ BANKOWĄ**

---

1. Rozproszony akcjonariat bez inwestora strategicznego jest dominującą formą własności w dużych prywatnych bankach w krajach najbardziej rozwiniętych gospodarczo. Jest to w praktyce jedyna powszechnie aprobowana przez regulatorów forma ostatecznej kontroli nad dużymi niepaństwowymi bankami.
2. Trwałość rozproszonej struktury akcjonariatu można zapewnić poprzez wprowadzenie zapisu statutowego ograniczającego prawo głosu jednego akcjonariusza, pozostawiając Komisji Nadzoru Finansowego uprawnienie do podjęcia w uzasadnionym przypadku decyzji o wyłączeniu tego ograniczenia na czas konkretnego Walnego Zgromadzenia.
3. Po to, by faktyczne centrum decyzyjne banku znajdowało się w kraju, w którym znajduje się centrala banku, nie jest wcale konieczne, by większość akcji znajdowała się w ręku krajowych akcjonariuszy.
4. Rozproszony akcjonariat stwarza dla nadzoru inne wyzwania niż kontrola ze strony inwestora strategicznego. Po to, by w Polsce, podobnie jak w innych dużych gospodarkach UE, istotną rolę w systemie finansowym mogły pełnić prywatne banki mające centra decyzyjne w naszym kraju, regulatorzy muszą oswoić się z modelem banku z prywatnym rozproszonym akcjonariatem i dostosować instrumenty nadzorcze i kulturę nadzorczą do takich struktur zarządczych.

# AGENDA

---

- I. Struktura własnościowa polskiego sektora bankowego w porównaniu z innymi krajami UE
- II. Skutki dominacji w polskim sektorze bankowym banków kontrolowanych z zagranicy
- III. Jakie są alternatywy dla zagranicznej kontroli nad bankami
- IV. Docelowy model systemu bankowego wspierający długookresowy wzrost gospodarczy**
- V. Proponowana strategia dla polskich władz

## **KLUCZOWE ZAŁOŻENIA MODELU SYSTEMU BANKOWEGO WSPIERAJĄCEGO DŁUGOOKRESOWY WZROST GOSPODARCZY**

---

1. Podstawową funkcją krajowego sektora bankowego powinno być gromadzenie krajowych depozytów oraz kredytowanie krajowych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, a nie pośrednictwo w międzynarodowym transferze kapitału.
2. Relacja kredytu dla sektora dla sektora pozarządowego do PKB nie powinna przekraczać 100%.
3. Relacja kredyty/depozyty powinna kształtować się poniżej 100%.
4. Gospodarstwa domowe powinny być kredytowane tylko przez banki krajowe i w lokalnej walucie.
5. Działalności inwestycyjna banków na własny rachunek powinna być odseparowana od działalności depozytowo kredytowej.

## POSTULOWANA STRUKTURA WŁASNOŚCIOWA BANKÓW

Poniższa tabela przedstawia propozycję dotyczącą struktury sektora bankowego, do której należy dążyć w perspektywie najbliższych 10 lat.

Grupa banków	Udział w aktywach sektora bankowego	
	Obecnie	Docelowo
Banki zależne od zagranicznych grup bankowych	69%	30-35%
Banki zależne pośrednio lub bezpośrednio od Skarbu Państwa (obecnie: BGK, PKO BP, BOŚ i Bank Pocztowy)* /	20%	do 25%
Banki o rozproszonej strukturze akcjonariatu kontrolowane przez inwestorów instytucjonalnych i zabezpieczone przed przejęciem przez inwestora strategicznego przez specjalne zapisy statutowe	0%	30%
Inne banki kontrolowane przez inwestorów prywatnych	5%	4-12%
Banki spółdzielcze	6%	6-8%

*\* / Zakładamy, że BGK pozostanie bankiem państwowym, PKO BP SA i Bank Pocztowy SA pozostaną w obszarze pośredniej kontroli Skarbu Państwa, natomiast BOŚ SA zostanie sprywatyzowany. Przyjmujemy, że znaczący wzrost udziału tej grupy banków, mimo wyjścia z niej BOS SA, może być wynikiem wzrostu organicznego pozostałych trzech banków.*

## OGRANICZENIA KONCENTRACJI

---

- ▶ Po wybuchu w 2008 roku światowego kryzysu finansowego powszechnie uświadomiono sobie ryzyko systemowe, jakie stwarza nadmierna koncentracja w sektorze bankowym i istnienie instytucji finansowych „zbyt dużych by upaść”.
- ▶ Efektem tego było m.in. sformułowanie w dyskusji publicznej w Polsce postulatu, by regulatorzy nie dopuszczali do tego, by największe banki w polskim sektorze bankowym zwiększały swój udział w rynku w drodze przejmowania konkurentów\*/.
- ▶ Postulat ten zbieżny jest np. z regulacjami obowiązującymi w USA. Amerykański Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act z 1994, nie pozwala na zwiększenie udziałów w rynku depozytów powyżej 10% poprzez fuzję (zezwalając jednocześnie na wzrost organiczny powyżej tego limitu).
- ▶ Dwa największe polskie banki, PKO BP SA i Bank Pekao SA, mają udziały w rynku depozytów znacznie przekraczające 10%. Przy tak dużym obecnym udziale w rynku depozytów, regulatorzy nie powinni dopuszczać do wzrostu tego udziału w drodze przejęcia. Pożądane jest wprowadzenie takiej zasady jako regulacji ustawowej.

*\*/ Por. Stefan Kawalec, „Udomowić banki”, Gazeta Wyborcza, 7 listopada 2011.*

# AGENDA

---

- I. Struktura własnościowa polskiego sektora bankowego w porównaniu z innymi krajami UE
- II. Skutki dominacji w polskim sektorze bankowym banków kontrolowanych z zagranicy
- III. Jakie są alternatywy dla zagranicznej kontroli nad bankami
- IV. Docelowy model systemu bankowego wspierający długookresowy wzrost gospodarczy
- V. **Proponowana strategia dla polskich władz**

## **RZĄD I WŁADZE REGULACYJNE POWINNY OGŁOSIĆ KLAROWNĄ STRATEGIĘ ZMIAN W STRUKTURZE SEKTORA BANKOWEGO I WSPÓLNIE PODJĄĆ DZIAŁANIA DLA JEJ REALIZACJI**

---

1. Sformułowanie oficjalnej diagnozy ryzyka systemowego wraz z rekomendacjami strategii zmian struktury polskiego sektora bankowego.
2. Stanowisko polskich władz powinno zostać wyjaśnione i uzasadnione wobec instytucji UE i poszczególnych państw członkowskich.
3. Powinny zostać zaproponowane i zaplanowane działania instytucji państwowych w stosunku do obecnych i potencjalnych inwestorów w sektorze bankowym oraz instytucji europejskich, jak również ewentualne zmiany prawne.
4. Polski rząd powinien sprzeciwiać się rozwiązaniom ograniczającym uprawnienia polskiego nadzoru bankowego w stosunku do banków zależnych od europejskich grup bankowych.



# **STRATEGIA ZMIAN W STRUKTURZE SEKTORA BANKOWEGO – KLUCZOWE POSTULATY (1)**

---

1. Strategia zmian w strukturze sektora bankowego powinna być ukierunkowana na zwiększenie udziału w polskim sektorze bankowym banków kontrolowanych lokalnie.
2. Proces zwiększenia udziału banków pod krajową kontrolą powinien odbywać się z poszanowaniem zasad konkurencji, a w szczególności:
  - a) Inwestorzy zagraniczni nie będą dyskryminowani.
  - b) Środki publiczne nie będą angażowane w finansowanie przejmowania banków.
  - c) Nie będzie umożliwiane wywieranie przez rząd wpływu na kierunki polityki kredytowej konkretnych banków.
3. Należy unikać rozwiązań, które mogą wydawać się najprostsze, lecz zamiast zmniejszać ryzyko systemowe w sektorze bankowym, będą to ryzyko zwiększać:
  - a) Należy unikać przejmowania kontroli nad bankami przez Skarb Państwa lub podmioty od niego zależne. Nie należy również powielać modelu struktury własnościowej, w której Skarb Państwa mając mniejszościowy pakiet akcji kontroluje instytucje dzięki rozproszeniu pakietów pozostałych akcjonariuszy.
  - b) Należy unikać nadmiernej koncentracji w sektorze bankowym pamiętając o tym, że w Europie i USA trwa właśnie dyskusja co zrobić z bankami „zbyt dużymi by upaść”, które stwarzają poważne ryzyko systemowe. Dlatego regulatorzy nie powinni dopuszczać do tego, by największe banki w polskim sektorze bankowym zwiększały swój udział w rynku w drodze przejmowania konkurentów.

## **STRATEGIA ZMIAN W STRUKTURZE SEKTORA BANKOWEGO – KLUCZOWE POSTULATY (2)**

---

4. W przypadku wycofywania się z Polski inwestorów strategicznych:
  - a) Preferowanym rozwiązaniem powinna być sprzedaż akcji poprzez giełdę i wprowadzenie statutowego ograniczenia prawa głosu dla jednego akcjonariusza,
  - b) Alternatywnym rozwiązaniem może być sprzedaż akcji inwestorowi lub grupie inwestorów, którzy zobowiążą się przekształcić bank w bank o rozproszonym akcjonariacie wprowadzając wspomniany wyżej zapis statutowy ograniczający prawo głosu pojedynczego akcjonariusza.
5. Polskie władze regulacyjne powinny sprzeciwiać się objęciu kontroli nad bankami w Polsce przez banki będące w procesie obniżania ratingu i banki z krajów znajdujących się w epicentrum kryzysu zadłużenia strefy euro, a także banki które w ostatnim okresie były bądź będą rekapitalizowane z udziałem środków publicznych.



## **Kontakt**

Stefan Kawalec	<a href="mailto:skawalec@capitalstrategy.pl">skawalec@capitalstrategy.pl</a>	+48-601-29-39-85
Marcin Gozdek	<a href="mailto:mgozdek@capitalstrategy.pl">mgozdek@capitalstrategy.pl</a>	+48-601-90-98-98

Capital Strategy Sp. z o.o. S.k.  
Al. Jerozolimskie 65/79  
00-697 Warszawa

Tel. +48-22-630-57-57  
[www.capitalstrategy.pl](http://www.capitalstrategy.pl)

**Dziękuję za uwagę**