



Warszawa, 28 kwietnia 2015 r.

Stanowisko Izby Domów Maklerskich wobec Zielonej Księgi „Unia Rynków Kapitałowych”

1. Budowa Unii Rynków Kapitałowych służy wzmocnieniu zdolności finansowania gospodarki europejskiej, jej unowocześnieniu i rozwojowi.

Izba Domów Maklerskich zgadza się z tezą, że warunkiem pobudzenia wzrostu gospodarczego w Europie i unowocześnienia europejskich przedsiębiorstw jest zwiększanie roli rynku kapitałowego w ich finansowaniu i zmniejszanie zależności od finansowania bankowego. Zwiększanie konkurencyjności gospodarki europejskiej w świecie wymaga nieustających zmian strukturalnych polegających na przesuwaniu inwestycji z branż schyłkowych w kierunku branż o wysokim potencjale innowacyjnym. Doświadczenia, w szczególności amerykańskie, wskazują na wyraźną przewagę rynku kapitałowego względem tradycyjnego systemu bankowego w odniesieniu do finansowania rozwoju innowacyjnych przedsiębiorstw. Powyższe uwarunkowania czynią rozwój europejskiego rynku kapitałowego i wzrost jego efektywności warunkiem koniecznym dla uniknięcia stagnacji i utraty znaczenia gospodarczego Europy w świecie.

2. Popieramy długoterminową wizję integracji rynków kapitałowych przy wsparciu Komisji Europejskiej i rządów państw członkowskich.

Izba Domów Maklerskich popiera długoterminową wizję integracji rynków kapitałowych przy wsparciu Komisji Europejskiej i rządów państw członkowskich. Rynki kapitałowe w Unii Europejskiej pozostają rozdrobnione, a linie podziału stanowią zwykle granice państw. Za cel stawia się integrację owych rynków wskazując, że proces taki miał miejsce, jednak od czasu ostatniego kryzysu uległ cofnięciu na skutek zachowań banków i inwestorów, powracających na rodzime rynki. Proces integracji nie jest więc czymś naturalnym, a ze względu na potencjalne korzyści nie można go pozostawić wyłącznie działaniu sił rynkowych.

3. Najważniejszym ograniczeniem dla budowy Unii Rynków Kapitałowych jest wewnętrzne zróżnicowanie gospodarek krajów unijnych - Unia Europejska nie jest obszarem jednolitym gospodarczo.

Idea stworzenia Unii Rynków Kapitałowych w ramach UE jako kluczowego elementu wzmocnienia potencjału gospodarczego Europy napotyka szereg ograniczeń. Najważniejszym ograniczeniem jest wewnętrzne zróżnicowanie krajów unijnych i ich rynków wewnętrznych, które powoduje, że nie istnieje jedna spójna polityka gospodarcza i finansowa, która byłaby jednocześnie optymalna dla wszystkich państw członkowskich. Poszczególne państwa członkowskie i regiony charakteryzują specyficzne zestawy przewag i słabości konkurencyjnych, a nawet znajdują się na różnych etapach rozwoju gospodarczego i poziomu rozwoju rynków kapitałowych.

4. Logiczną granicę integracji rynków kapitałowych w Europie wyznacza też ogromne zróżnicowanie w zakresie roli krajowych rynków kapitałowych w gospodarce - konieczność gradualnego podejścia.

Między członkami UE występuje ogromne zróżnicowanie w zakresie roli krajowych rynków kapitałowych w gospodarce i ich funkcjonowania, a także zainteresowania polityków. Rynki kapitałowe funkcjonują w kontekście prawa cywilnego, podatkowego czy regulacji dot. bankructw, zaś wszystkie one nieraz znacząco się różnią między poszczególnymi państwami członkowskimi i nie ma szans na ich szybkie ujednoczenie. Dlatego też w projekcie Unii Rynków Kapitałowych potrzebna jest równowaga między ambicją a pragmatyzmem. Istniejące ograniczenia wskazują także na konieczność podejścia gradualnego i podejmowania w pierwszych latach działań dotyczących kwestii możliwych do zmiany, a docelowo wyzwał związanych z różnicami w prawie i opodatkowaniu.

5. Proces integracji rynków kapitałowych ograniczają twarde bariery znajdujące się poza sferą wpływów Komisji Europejskiej i rządów państw.

Jak pokazują badania i co wyraźnie unaocznili ostatni kryzys – kapitał bankowy i rynkowy (inwestorów), ma narodowość, czyli jego pochodzenie ma wpływ na zachowania niezależnie od innych czynników, na które

Komisja Europejska może wpływać. Po drugie, integrację rynków kapitałowych obiektywnie ogranicza występowanie ujemnej zależności między odległością inwestora od rynku akcji, a uzyskiwaną stopą zwrotu. Prawdopodobnie tę tłumaczy się znaczeniem kontekstu napływających informacji, a w konsekwencji lokalnie uwarunkowaną umiejętnością ich interpretacji. Ta sfera znajduje się poza zakresem oddziaływania Komisji Europejskiej.

6. Konieczne jest dostosowanie poszczególnych inicjatyw do zróżnicowanych warunków panujących w poszczególnych państwach UE dla zapewnienia zrównoważonego rozwoju - niemożność stworzenia jednego całościowego rozwiązania.

Konsekwencją ww. różnic w rozwoju gospodarek poszczególnych krajów unii oraz roli krajowych rynków kapitałowych jest niemożność stworzenia jednego całościowego rozwiązania, które byłoby uniwersalne i jednocześnie optymalne dla wszystkich państw i regionów. Wewnętrzne zróżnicowanie UE rodzi dylemat między orientacją na wspieranie najbardziej konkurencyjnych graczy, najlepiej przygotowanych do podjęcia skutecznej konkurencji globalnej, a dążeniem do zrównoważonego rozwoju poszczególnych obszarów i zmniejszania różnic w poziomie rozwoju, co jest jednym z kluczowych założeń leżących u podstaw powołania Unii Europejskiej i któremu służą ogromne kwoty wydawane z unijnego budżetu w ramach tzw. funduszy strukturalnych, a także programów regionalnych (jak np. Program „Polska Wschodnia”). Przed podobnym dylematem staje też idea Unii Rynków Kapitałowych. W ocenie Izby przyjęte obecnie rozwiązania, korzystne dla największych rynków i graczy, mogą pogłębiać lukę między nimi, a mniej konkurencyjnymi członkami UE rodząc długoterminowe negatywne konsekwencje dla pozostałych krajów, w tym Polski.

7. Popieramy proponowane przez Komisję Europejską oddolne podejście do budowy Unii Rynków Kapitałowych, gdyż pozwala na lepsze dostosowanie poszczególnych inicjatyw do zróżnicowanych warunków panujących w różnych państwach UE.

Pewnym zabezpieczeniem interesu polskiej gospodarki jest proponowane przez Komisję Europejską oddolne podejście do budowy Unii Rynków Kapitałowych, gdyż pozwala na lepsze dostosowanie poszczególnych inicjatyw do zróżnicowanych warunków panujących w różnych państwach UE. Oddolny proces budowy jednolitego rynku kapitałowego przyjmujemy z zadowoleniem, gdyż pozwala oczekiwać lepszego zrozumienia i pełniejszego uwzględniania kwestii zróżnicowania warunków panujących wewnątrz Unii Europejskiej.

Mając na względzie powyższe uwarunkowania i ograniczenia Izba stoi na stanowisku, że:

- 1) Plany integracji rynków kapitałowych w UE nie negują potrzeby wspierania rozwoju rynku krajowego przez władze i instytucje państwa polskiego. Lokalny (krajowy) rynek finansowy jest ważną determinantą rozwoju gospodarczego nawet w warunkach braku barier przepływu kapitału.** Wspieranie rozwoju krajowego rynku kapitałowego jest szczególnie ważne w przypadku słabiej rozwiniętych państw członkowskich UE, w tym Polski, m.in. ze względu na większe potrzeby inwestycyjne, niebezpieczeństwo poszerzenia się luki między nimi, a rynkami bardziej dojrzałymi i większą dotkliwość potencjalnych kosztów nowych rozwiązań (w ramach Unii Rynków Kapitałowych) dla mniejszych podmiotów i rynków.
- 2) Zakładając, że celem Polski jest nadrobienie dystansu do krajów wysokorozwiniętych, nasza gospodarka potrzebuje silnego krajowego rynku kapitałowego.** Unowocześnienie polskiej gospodarki i oparcie jej dalszego rozwoju na wzroście produktywności wymaga zwiększenia roli rynku kapitałowego w finansowaniu polskich przedsiębiorstw. Potrzebne są więc aktywne wysiłki na szczeblu krajowym, które m.in. aktywizowałyby krajowych inwestorów w celu finansowania rozwoju przedsiębiorstw, szczególnie tych innowacyjnych (zachęty, ulgi, usuwanie barier) i wspierałyby budowę krajowej bazy kapitału (m.in. agresywne podatkowo zachęty do oszczędzania na przyszłość w ramach filaru III), zwiększałyby ochronę inwestorów, zaufanie do rynku i jego wizerunek, usuwałyby bariery w rozwoju rynku obligacji korporacyjnych czy zwiększałyby przyjazność procedur administracyjnych.
- 3) Propozycje obniżania barier wejścia na rynki kapitałowe powinny uwzględniać jednak aspekt konkurencyjny, odmienne etapy rozwoju rynku kapitałowego i gospodarki, a także uwarunkowania kulturowe.** Mówiąc o obniżaniu barier wejścia na rynki kapitałowe należy zauważyć, że to emitenci podążają w ślad za inwestorami, a nie odwrotnie. **Regulacje Unii Rynków Kapitałowych powinny więc**

umożliwić stworzenie lokalnych warunków do przyciągnięcia inwestorów – to ich wymagania powinny stanowić punkt wyjścia. Na przykład w odniesieniu do zakresu dokumentacji koniecznej do przygotowania i zatwierdzenia przez regulatora w danym kraju w celu wejścia na dany rynek, czy dokonania transakcji, zasada ta powinna uwzględniać przede wszystkim aspekt ochrony inwestora, w tym stan poszanowania prawa na danym rynku i zdolność do jego egzekucji, ponieważ stanowi podstawę wiarygodności rynku. Z tego powinny wynikać zasady i wymogi dotyczące prospektów, czy memorandumów informacyjnych. Wyższa asymetria informacyjna między emitentem, a zewnętrznymi inwestorami i związana z nią pokusa nadużyć może być bezwzględnie wykorzystywana przez posiadających przewagę, co pokazała praktyka niektórych spółek wchodzących na NewConnect.

- 4) **Niezwykle istotne jest też zwiększenie konkurencyjności polskiego otoczenia prawno- regulacyjnego i podatkowego.** Kwestii tych w żaden sposób nie można pominąć w procesie unowocześnienia polskiej gospodarki. **Bardzo ważne jest, aby regulacje były bardziej elastyczne, kosztowo-oszczędne, by pełniej stosowana była zasada proporcjonalności przy implementacji przepisów unijnych.** Ważne też jest, aby procedury administracyjne i nadzorcze nie były bardziej uciążliwe niż te, z którymi mają do czynienia uczestnicy rynku w jurysdykcjach innych krajów UE.
- 5) **W fundamentalnych sprawach dla polskiego rynku kapitałowego nadzór lokalny powinien mieć możliwość podjęcia decyzji własnych i wyłączenia niektórych regulacji UE na poziomie krajowym.** Jako przykłady sytuacji, w których jednolitość regulacji wpływa niekorzystnie na poszczególne rynki i zdecydowanie nie wpływa na ich rozwój można podać np. poziomy kar za naruszenia regulacji przez instytucje finansowe, których granice sięgają milionów złotych, co w tym przypadku stanowi większą dolegliwość finansową dla krajów o mniejszym stopniu rozwoju gospodarczego w zestawieniu z krajami, w których gospodarka jest na wyższym etapie czy limity koncentracji środków pieniężnych klientów.
- 6) **W zakresie zwiększenia dostępu przedsiębiorstw do kapitału i zaangażowania inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym należy stworzyć zachęty podatkowe a także rozważyć wprowadzenie regulacji korzystających ze wzorca funduszy parasolowych** – indywidualny inwestor płaciłby podatek dopiero w momencie wycofywania środków z rachunku maklerskiego, nie zaś po każdym roku, w którym sprzedał z zyskiem akcje. Rozwiązanie takie sprzyałoby zwiększaniu zaangażowania inwestorów indywidualnych na giełdzie i wyrównywałoby warunki wobec funduszy parasolowych. Mogłoby też przyczynić się do obniżki kosztów zarządzania owymi funduszami, obecnie bardzo w Polsce wysokich.
- 7) **W ocenie Izby cennym priorytetem przewidzianym w Zielonej Księdze jest zrównoważona sekurytyzacja.** Dotyczy ona utworzenia wysokiej klasy rynku opartego na prostych, transparentnych i wystandaryzowanych instrumentach, którym można zapewnić bardziej korzystne regulacje prawne. Celem proponowanego w Zielonej Księdze rozwiązania jest ponowne ożywienie rynków sekurytyzacji i uwolnienie części kapitałów banków ulokowanych w kredytach. Warto także zastanowić się nad szerszym wsparciem sekurytyzacji, która bardzo ucierpiała na skutek ostatniego kryzysu. W celu zabezpieczenia banków przed pokusami, które częściowo przyczyniły się do wybuchu kryzysu na rynku papierów hipotecznych klasy subprime, a jednocześnie w celu zapewnienia niezbędnego zaufania potencjalnych nabywców takich papierów (czyli spadku ryzyka i kosztu kapitału), można rozważyć wprowadzenie regulacji określającej konieczność zachowania części wytworzonych papierów przez wystawców, co sprzyjać będzie zachowaniu przez nich należytej dbałości o jakość długu będącego podstawą sekurytyzacji.
- 8) **Zielona Księga przecenia potencjał rynku crowdfundingu i niedoszacowuje ryzyka niewystarczającej jego regulacji.** Skala crowdfundingu jest minimalna i nawet zakładając coroczne podwajanie tego rynku, jego znaczenie w skali rynku kapitałowego pozostanie obecnie marginalne. Mało doświadczeni „crowdfunderzy” raczej nie są świadomi istnienia cykli gospodarczych i tego, że pomysły obiecujące w danych korzystnych warunkach, mogą rodzić ryzyko, gdy wyraźnie pogorszy się koniunktura. Oddanie tego rynku w ręce doświadczonych „crowdfunderów” (pośredników) może mieć negatywny skutek, że będą dążyli do maksymalizacji sumy zebranego finansowania, aby zmaksymalizować swoje prowidze. Dobre regulacje mogą częściowo złagodzić to ryzyko.
- 9) **Odnosnie dopuszczenia banków komercyjnych do bezpośredniego udziału w regulowanym rynku kapitałowym, należy podkreślić, że banki są instytucjami zaufania publicznego, z gwarancjami dla depozytariuszy i z tego powodu ich działalność powinna być ściśle regulowana i w dużym stopniu ograniczona do konsolidacji oszczędności, przekształcania ich w kredyty dla przedsiębiorstw przy ostrożnym zarządzaniu ryzykiem.** Ponadto, ze względu na wielką siłę kapitałową banków, ich

bezpośredni i nieograniczony udział w rynku kapitałowym stwarzałby duże ryzyko zachwiania struktury uczestników tego rynku, do jego zdominowania włącznie, ze szkodą dla samego rynku kapitałowego i dla gospodarki. W interesie zarówno rynku kapitałowego jak i gospodarki jest maksymalne zróżnicowanie owych podmiotów, gdyż to dzięki niemu najlepiej mogą być zaspokajane zróżnicowane potrzeby przedsiębiorstw.

- 10) **Konkurencyjny krajowy rynek kapitałowy wymaga także silnej branży krajowych domów maklerskich, która pozyskuje kapitał na rozwój dla najbardziej dynamicznych przedsiębiorstw, szczególnie z sektora średnich i małych przedsiębiorstw i zapewnia im pokrycie analityczne, niezbędne do pozyskania kapitału.** Należy przy tym zauważyć, iż krajowe domy maklerskie od lat nie zarabiają na podstawowej działalności maklerskiej. To prowadzi do zwalniania wysoko wykwalifikowanych specjalistów doradzających przedsiębiorstwom i inwestorom w ich decyzjach inwestycyjnych. Stworzenie lepszych warunków firmom inwestycyjnym do ich rozwoju, w tym możliwość dywersyfikacji źródeł przychodów, a także ograniczenie kosztów regulacji, nadzoru i infrastruktury ma wielkie znaczenie dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Silna branża krajowych domów maklerskich jest także jednym z kluczowych elementów realizacji strategicznego celu rządu polskiego i samej giełdy jakim jest budowa w Warszawie konkurencyjnego Centrum Finansowego na Europę Środkową.