



STANOWISKO IZBY DOMÓW MAKLESKICH DO PROJEKTU STRATEGII ROZWOJU RYNKU KAPITAŁOWEGO

Przygotowanie rządowej Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (SRRK) od lat było postulatem środowiska krajowych domów maklerskich. Wyzwania, jakie stoją przed polską gospodarką, w tym konieczność zwiększenia jej produktywności i konkurencyjności, wymagają znacznego zwiększenia udziału rynku kapitałowego w finansowaniu potrzeb rozwojowych polskich przedsiębiorstw.

W stanowisku Izby przedstawiamy zasadnicze uwagi do projektu, które koncentrują się na uwarunkowaniach działalności krajowych domów i biur maklerskich. Szczegółowe uwagi do opublikowanego tekstu Strategii zawarte są w załącznikach.

1. Modyfikacji wymaga główny cel SRRK. Celem Strategii powinno być zwiększanie udziału rynku kapitałowego w finansowaniu potrzeb rozwojowych najbardziej dynamicznych i innowacyjnych przedsiębiorstw dla zwiększenia produktywności kapitału, a nie „obniżenie kosztu finansowania”.

Zasadniczą przesłanką takiej modyfikacji jest potrzeba podporządkowania wizji rozwoju krajowego rynku kapitałowego, wspieraniu zmian strukturalnych krajowej gospodarki, prowadzących do jej unowocześnienia. Unowocześnienie gospodarki wymaga kierowania kapitału do najbardziej nowoczesnych polskich przedsiębiorstw, w czym system bankowy, z uwagi na obowiązujące go ograniczenia, nie jest w stanie zastąpić rynku kapitałowego.

To głównie rynki kapitałowe, a nie banki finansują innowacje, które są źródłem wzrostu produktywności i konkurencyjności przedsiębiorstw. Rynki kapitałowe wspierają unowocześnianie gospodarki poprzez przesuwanie kapitałów do bardziej efektywnych zastosowań.

Akumulacja kapitału i efektywna alokacja zasobów, handel, zabezpieczanie się i dywersyfikacja ryzyka, wycena to najważniejsze procesy dla wzrostu gospodarczego. Ich prawidłowy przebieg nie jest możliwy bez dobrze funkcjonującego rynku kapitałowego. **Rynek kapitałowy jest więc kluczowy w unowocześnianiu polskiej gospodarki.**

2. SRRK powinna koncentrować się na zwiększeniu finansowania potrzeb rozwojowych najbardziej dynamicznych i innowacyjnych średnich i małych przedsiębiorstw (MŚP), a nie „wzroście konkurencyjności rynku kapitałowego poprzez wykorzystywanie nowych technologii”.

Pozyskiwanie kapitału odbywa się za pośrednictwem emisji pierwotnych instrumentów finansowych, jak akcje czy obligacje, kierowanych przez przedsiębiorców do inwestorów. Po to, aby rynek kapitałowy się rozwijał oraz wspierał gospodarkę, procesy transferu kapitału od inwestorów do przedsiębiorców powinny mieć szeroki i rosnący charakter (liczba emisji, wartość emisji, branże). Dla zwiększenia pozytywnego wpływu rynku kapitałowego na finansowanie MŚP i wzrost gospodarczy centralne znacznie ma poprawa efektywności rynku, w tym zwiększenie płynności, rozwój bazy analitycznej, zwiększenie skali działalności i aktywności właścicielskiej inwestorów instytucjonalnych czy lepsza ochrona inwestorów mniejszościowych. Lepsza ochrona inwestorów przekłada się m.in. wyższą atrakcyjność rynku w oczach potencjalnych inwestorów (przyciąga płynność) i na wyższe nakłady na B+R w notowanych spółkach.

Model rynku kapitałowego, jaki wyłania się z zapisów Strategii, to miejsce elektronicznego handlu instrumentami finansowymi, najlepiej przy wykorzystaniu urządzeń mobilnych.

Takie postrzeganie rynku – koncentracja na rynku wtórnym, pomija jego główną rolę w gospodarce, tzn. transfer kapitałów do gospodarki za pośrednictwem rynku pierwotnego oraz jego wycenę na rynku wtórnym. Widoczny w Strategii nacisk na wdrażanie nowych technologii, elektronicznego handlu produktami finansowymi (urządzenia mobilne, standaryzowane portfele, itp.)

pomija fakt, że są to rozwiązania z zakresu ułatwiania i organizacji handlu na rynku wtórnym. Handel algorytmiczny, sam w sobie, nie może funkcjonować jako cel bez odpowiedniej już płynności na rynku, a przede wszystkim, bez kluczowych elementów rynku, czyli inwestorów i ich kapitału.

Giełda, zgodnie ze strategią, planuje koncentrację na algorytmicznym handlu wysokich częstotliwości, choć zdecydowana większość spółek notowanych na GPW, z uwagi na kapitalizację i płynność obrotu, nie może być przedmiotem tej formy zawierania transakcji.

Wykorzystywanie nowych technologii tradingowych służy największym 20 spółkom z indeksu WIG20 i odpowiada na oczekiwania zdalnych członków giełdy. W długim terminie płynność największych podmiotów notowanych na rynku giełdowym będzie przetransferowana na zewnątrz, a GPW, wobec konkurencji globalnej, pozostanie rynkiem małych i średnich spółek, ze względu na strukturę polskiej gospodarki.

Dodatkowo, Strategia zawiera sprzeczne ze sobą propozycje. Z jednej strony proponowane są zapisy preferujące inwestycje długoterminowe oraz dyskryminujące inwestorów krótkoterminowych. Z drugiej strony Strategia rekomenduje wdrożenie handlu algorytmicznego, który stanowi najbardziej rozwiniętą formę krótkoterminowych transakcji spekulacyjnych.

3. Strategia preferuje inwestorów długoterminowych pomijając fakt, że aby rynek kapitałowy spełniał prawidłowo swoje zadania musi być rynkiem płynnym, co nie jest możliwe bez inwestorów krótko i średnioterminowych.

Zawarta w SRRK propozycja zmniejszenia opodatkowania dywidend od akcji trzymanyh przez co najmniej trzy lata jest rozwiązaniem niewłaściwym, bo obniża płynność, która jest najlepszym sumarycznym kryterium oceny atrakcyjności rynku.

4. Konieczne jest wprowadzenie preferencji podatkowych dla inwestowania przez gospodarstwa domowe, w celu zwiększenia podaży krajowego kapitału.

Strategia nie adresuje problemu niewłaściwej struktury oszczędności gospodarstw domowych, gdzie blisko połowa środków znajduje się na niskoprocentowanych rachunkach bankowych. To nieporównywalnie więcej niż w krajach wyżej rozwiniętych. Taka struktura jest szkodliwa zarówno dla polskiej gospodarki, bo ogranicza podaż krajowego kapitału dla polskich firm na rynku kapitałowym, jak i dla samych oszczędzających, którzy nie uczestniczą we wzroście produktywności polskiej gospodarki. Należy więc wprowadzić preferencje podatkowe poprzez likwidację lub zmniejszenie opodatkowania inwestycji (tzw. podatek Belki) w stosunku do przychodów odsetkowych na rachunkach bankowych dla zachęcenia do konwersji oszczędności w kapitał dostępny na rynku kapitałowym.

5. Warunkiem wypełniania przez rynek kapitałowy jego podstawowych funkcji jest istnienie silnych krajowych domów maklerskich. Gwałtownie pogarszająca się rentowność domów maklerskich jest istotnym czynnikiem ryzyka dla dalszego rozwoju rynku kapitałowego.

Każdy plan na rzecz długoterminowego rozwoju polskiej gospodarki powinien obejmować rozwój rynku kapitałowego oraz krajowych domów maklerskich, jako istotnego warunku jego powodzenia.

Słaba kondycja finansowa krajowych domów maklerskich to czynnik, który będzie hamować rozwój polskiego rynku kapitałowego w obszarze finansowania innowacyjnych przedsięwzięć. Po zakończeniu wielkich prywatyzacji, które przyciągały krajowy i zagraniczny kapitał na naszą Giełdę, dalszy rozwój rynku kapitałowego będzie odbywał się przez przyciąganie na nią mniejszych i średnich spółek, szczególnie z sektora nowych technologii.

Dzięki działalności krajowych domów maklerskich oszczędności Polaków, inwestowane bezpośrednio lub za pośrednictwem funduszy emerytalnych i inwestycyjnych, finansują rozwój przedsiębiorstw, a tym samym gospodarki.

Domy maklerskie, które zajmują się obsługą inwestorów oraz doradzają przedsiębiorstwom w pozyskiwaniu kapitału, od lat na podstawowej działalności notują straty. W 2018 r. branża pokazała 215 mln zł straty na działalności podstawowej.

Negatywnym czynnikiem wpływającym na kondycję branży maklerskiej są **wysokie koszty transakcyjne**. Na polskiej giełdzie otwarcie i zamknięcie pozycji jest o wiele droższe niż na innych, konkurencyjnych parkietach, np. w Turcji.

Innym negatywnym czynnikiem jest **łatwy dostęp do polskiej giełdy dla zagranicznych banków i firm inwestycyjnych, tzw. zdalnych członków**, których udział w obrotach na rynku akcji GPW wynosi już ponad 50%. Liberalna polityka Giełdy wobec zdalnych członków doprowadziła do sytuacji, w której zaczynają oni dominować na warszawskim parkiecie. W 2009 r. zdalni członkowie mieli niespełna 10% udziału w wartości obrotu akcjami na GPW, natomiast w 2018 r. ich udział osiągnął wartość 50%.

Wzrost udziału zdalnych członków nie przyciąga nowych inwestorów, odbywa się natomiast ze stratą dla krajowej branży maklerskiej. Mimo rosnącego udziału zdalnych członków w obrotach na GPW, płynność całego rynku giełdowego spada. Dalszy scenariusz zdarzeń dla warszawskiego parkietu można już dziś przewidzieć, analizując mniejsze rynki Europy Zachodniej, gdzie najwięksi zdalni brokerzy globalni zdominowali lokalne domy maklerskie, a następnie zaczęli promować przenoszenie spółek na swoje macierzyste rynki, marginalizując lokalne parkiety. Ogranicza to potencjał do tworzenia wysokiej jakości miejsc pracy w krajowej branży maklerskiej, zdolność do zasilania polskiego budżetu z podatków płaconych przez zatrudnionych i firmy inwestycyjne z siedzibą w Polsce, jak również osłabia zdolność do dalszej budowy centrów kompetencji w kraju. Spółki o małej i średniej kapitalizacji znajdują się poza obszarem zainteresowania zdalnych członków giełdy. Przedsiębiorstwa te są bowiem obsługiwane prawie wyłącznie przez krajowe domy maklerskie. Globalne banki nie są zainteresowane rozwojem rynku NewConnect czy rynku obligacji korporacyjnych CATALYST.

Czynnikami osłabiającymi kondycję branży są także **bezpośrednie i pośrednie koszty regulacji**, często nieadekwatne do potrzeb klientów, wielkości rynku i funkcjonujących na nim domów maklerskich. Regulacje nie tylko konsumują zasoby, ale również ograniczają prowadzenie działalności w wielu obszarach rynku kapitałowego. Od lat IDM zwraca uwagę na „**gold plating**”, czyli wprowadzanie przez regulatora i nadzorcę dodatkowych ponad wymagane przez przepisy UE regulacji oraz na niestosowanie „zasady proporcjonalności” w przyjmowaniu legislacji unijnej bez uwzględnienia realiów krajowego rynku. W efekcie, branża jest przeregulowana, co obniża jej konkurencyjność ze szkodą dla bezpieczeństwa inwestorów i stabilności całego systemu. Domy maklerskie rozbudowują działy *compliance*, kosztem liczby analityków czy maklerów. Mniejsza liczba analityków to mniejsze pokrycie analityczne spółek, które oznacza większe ryzyko dla inwestorów. Dzięki analizom przygotowywanym przed domy maklerskie, inwestorzy otrzymują dostęp do rzetelnych informacji na temat spółek, co przekłada się na wzrost zainteresowania nimi i zwiększa skłonność do inwestycji.

6. Teza SRRK o zacofaniu technologicznym krajowych domów maklerskich, które osłabiają rynek kapitałowy, jest fałszywa.

Krajowe domy maklerskie korzystają z takich samych rozwiązań technologicznych jak zagraniczne instytucje. Cały czas udoskonalane są narzędzia służące do obsługi zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych inwestorów.

Problemem polskiego rynku kapitałowego jest m.in. niedostateczna ilość i jakość emitentów instrumentów pierwotnych (akcje, obligacje) a nie szybkość transakcji na giełdzie, czyli rynku wtórnym.

Zasadniczym problemem branży nie jest technologia, ale wysokie koszty transakcyjne, nieproporcjonalne obciążenia regulacyjne i rosnący udział zdalnych członków w obrotach na GPW. Obniżają one potencjał rozwojowy branży polskich domów maklerskich, powodują wysokie straty na podstawowej działalności i obniżenie pokrycia analitycznego spółek, ze szkodą dla całego polskiego rynku kapitałowego.

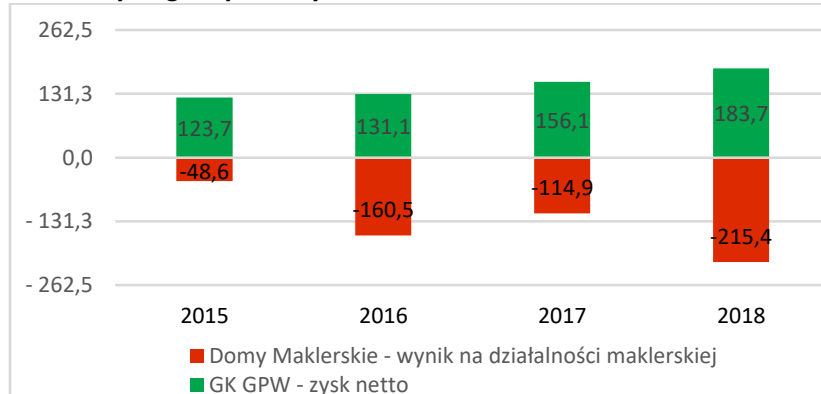
7. Interesy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, jako centralnej instytucji infrastrukturalnej rynku, powinny być podporządkowane krajowemu rynkowi kapitałowemu.

Giełda oferuje swoim klientom, tj. domom maklerskim, platformę transakcyjną do obsługi inwestorów. Realizowana od lat przez Giełdę strategia odchodzenia od służebnej roli oferowania

domom maklerskim taniego dostępu do infrastruktury rynku giełdowego, na rzecz działań mających na celu maksymalizację zysków dla akcjonariuszy, może mieć negatywne skutki dla krajowego rynku kapitałowego, szczególnie, jeśli jej prowadzeniu nie towarzyszy bieżąca analiza zysków i strat w wymiarze gospodarczym.

Giełda od lat realizuje premię monopolistyczną skutkującą tym, że wartość wytworzona przez domy maklerskie przy obsłudze inwestorów jest niesprawiedliwie dzielona. Jej wynikiem są zyski Giełdy, przy jednoczesnych stratach domów maklerskich na obsłudze inwestorów.

Tabela: Zyski giełdy i straty domów maklerskich



Giełda jest beneficjentem aktywności domów maklerskich i ich klientów, tj. inwestorów i emitentów, a jej interes powinien być podporządkowany interesom innych uczestników rynku. **Zwolnienie zarządu Giełdy z obowiązku maksymalizacji zysku i ustalenie zasad funkcjonowania z poszanowaniem interesu ekonomicznego, zarówno Giełdy, jak i domów maklerskich, są konieczne dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce.**

8. Propozycja jednolitej licencji bankowej jest szkodliwa dla rynku kapitałowego i gospodarki. Banki i firmy inwestycyjne finansują inne rodzaje przedsięwzięć inwestycyjnych.

W Strategii kilkakrotnie podkreślano zalety wspólnej licencji bankowej i maklerskiej, pomijając fakt, że włączanie domów maklerskich w struktury banku jest z reguły równoznaczne z ograniczaniem przez banki działalności maklerskiej. W ostatnich latach obserwowaliśmy wiele przypadków, w których po wchłonięciu domu maklerskiego w struktury banku modyfikowano zakres jego usług na korzyść sprzedaży produktów bankowych, obarczonych mniejszym ryzykiem inwestycyjnym. Notowane są nawet przypadki wycofywania się z animowania akcji na giełdzie, co obniża płynność obrotu.

Rynki kapitałowe współpracują ale też konkurują z bankami. Doświadczenia pokazują, że system anglosaski, z dominującą rolą firm inwestycyjnych i dużym udziałem rynku kapitałowego w finansowaniu gospodarki, znacznie lepiej wspiera rozwój innowacyjnej gospodarki niż systemy zachodnioeuropejskie. Propozycja SRRK idzie w odwrotnym kierunku.

Tzw. „Big Bang” zapoczątkowany w latach lat 80-tych, czyli zniesienie rozgraniczenia pomiędzy bankami komercyjnymi, a firmami maklerskimi, miał szereg negatywnych konsekwencji. W znacznym stopniu przyczynił się do kryzysu na rynkach finansowych w latach 2007/8, którego skutkiem były straty w gospodarce o skali niespotykanej od czasów Wielkiej Depresji lat 30-tych.

9. Brak uregulowania własność środków w OFE.

W SRRK za jedną z barier uznano postrzeganą przez rynek niepewność prawną związaną z m.in. reformami systemu emerytalnego (np. OFE). W dokumencie nie pokazano jednak żadnych działań odnoszących się do tej bariery, a jej usunięcie uważamy za niezwykle ważne dla odzyskania zaufania inwestorów do polskiego rynku kapitałowego.

10. Krytyczne znaczenie dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce ma wsparcie polityczne i przywództwo na szczeblu rządu.

SRRK zakłada ustanowienie pełnomocnika ds. jej realizacji w strukturach Ministerstwa Finansów. Uważamy, że absolutnie konieczne, dla skuteczności realizacji Strategii, jest znacznie wyższe umocowanie takiej osoby w strukturze władzy, jako pełnomocnika Rządu lub Premiera. Bardzo ważne jest też, aby żeby realizacja strategii była wyłącznym zadaniem pełnomocnika i żeby składał on okresowe, np. półroczne sprawozdania ze swej działalności.

Sukces realizacji Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego będzie zależeć od tego, czy uda się nam odbudować wiarygodność rynku.

Odgrywanie przez rynek kapitałowy pozytywnej roli w społeczeństwie silnie zależy od postrzegania rynku przez społeczeństwa. Wydarzenia, które dotknęły wszystkie instytucje rynku kapitałowego w ostatnim czasie osłabiły wizerunek rynku i nadszarpnęły zaufanie Polaków. Dlatego dziś konieczne jest zaangażowanie polityków, nadzorczy i praktyków rynku w odbudowę wiarygodności rynku. IDM popiera wszelkie inicjatywy opisane w SRRK w tym zakresie, w szczególności dotyczące przestrzegania zasad ładu korporacyjnego przez spółki giełdowe i utworzenia sądu rynku kapitałowego dla skuteczniejszej egzekucji prawa i ochrony inwestorów.

**Izba Domów Maklerskich,
Warszawa, 27 marca 2019 r.**