

Stanowisko Fundacji Polski Instytut Dyrektorów do projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego

Wstęp

Środowisko polskiego rynku kapitałowego od wielu lat oczekiwało opracowania i konsekwentnej realizacji strategii rozwoju tego rynku. Z tego punktu widzenia opracowanie SRRK należy ocenić pozytywnie. Większość wskazanych celów i instrumentów ich osiągnięcia uważamy kierunkowo za właściwe. Zwracamy jednak uwagę, że nie jest to pierwszy – jak stwierdzono w tekście – plan rozwoju polskiego rynku kapitałowego. W 2004 roku przyjęto Strategię rozwoju rynku kapitałowego „Agenda Warsaw City 2010”. Środowisko PID aktywnie uczestniczyło w wypracowaniu tamtej strategii i z satysfakcją stwierdzamy, iż metodologicznie obydwa dokumenty się w dużym stopniu pokrywają. Niepokoi natomiast fakt, iż pomimo upływu 15 lat polski rynek kapitałowy w wielu obszarach nie osiągnął zakładanych wówczas zamierzeń rozwojowych, co najlepiej ilustruje fakt, iż kluczowe cele obecnej strategii dokładnie powtarzają cele rozwojowe określone w 2004 r. na 2010 r. (relacja kapitalizacji rynku do PKB czy płynność rynku).

Diagnoza

Potrzebne zaufanie, ład korporacyjny i edukacja; poprawić jakość nadzoru, wdrażanie przepisów i wzmocnić inwestorów instytucjonalnych

Punktem wyjścia każdej strategii musi być rzetelna ocena stanu bieżącego. Przygotowana z udziałem EBOR diagnoza barier rozwoju rynku jest ciekawa, ale zdaniem PID niewystarczająca, aby sformułować dokładny plan działania. Brak jest m.in., w naszej ocenie, analizy wpływu na rynek ograniczenia działalności kluczowej grupy inwestorów instytucjonalnych czyli OFE (a tym samym brakuje pomysłu na ich zastąpienie) czy wpływu na rynek obligacji kryzysu zaufania wywołanego aferą Getback. Wątpliwości budzi analiza wybranych zewnętrznych źródeł finansowania (rys. 1), gdyż nie ma tam kredytu bankowego – podstawowego sposobu finansowania się przedsiębiorstw. Wiele miejsca projekt SRRK poświęca stopie oszczędności i świadomości ekonomicznej społeczeństwa. Przykład wielu krajów wskazuje, że edukacja ekonomiczna już na wczesnym poziomie ma ogromne znaczenie dla świadomości finansowej społeczeństwa. Dokument odnosi się – i słusznie - do problemu edukacji, ale tylko w odniesieniu do uczestników rynku. Zdaniem PID konieczne są zmiany już na poziomie szkół podstawowych i ponadpodstawowych.

Diagnoza stanu rynku pomija problem liczby aktywnych inwestorów indywidualnych. Jest to fundament każdego efektywnego rynku i w związku z tym wzrost liczby inwestorów powinien być jednym z celów SRRK. Warto byłoby również określić, które ze zidentyfikowanych barier mają krytyczne znaczenie dla rozwoju rynku, a które drugorzędne i skupić na nich priorytety SRRK, gdyż doświadczenie pokazuje, że realizacja wszystkich zamierzeń w krótkim czasie jest niemożliwa. Wg PID do takich kluczowych barier należą: kryzys zaufania do rynku kapitałowego (w tym problem ładu korporacyjnego i misselingu),

likwidacja OFE i brak ich zastąpienia przez inną grupę polskich, długoterminowych inwestorów, edukacja oraz nieefektywność instytucjonalna (nadzór) i regulacyjna rynku w zakresie przepisów, stosowania i egzekucji prawa (enforcement).

Opinia Polskiego Instytutu Dyrektorów skupia się zatem na następujących obszarach: zaufanie, ład korporacyjny, polscy inwestorzy instytucjonalni, edukacja, regulacje, enforcement oraz – co niemniej istotne - tryb wdrożenia i realizacji SRRK. Postulowany proces wdrażania SRRK, w tym wyznaczenie grup roboczych przy RRRF, powinno być podporządkowane wskazanym wyżej zagadnieniom.

Zaufanie

Antyreformy, polityczne zatrzymania, niestabilne prawo

Stan polskiego rynku kapitałowego wskazuje potrzebę nie tyle wzmocnienia zaufania, ile jego odbudowy. Wszyscy uczestnicy i interesariusze rynku kapitałowego muszą być przekonani, że rynek ten jest ważnym elementem strategii rozwoju naszego kraju. Zaufanie do rynku kapitałowego uległo w ostatnich latach osłabieniu zarówno w odniesieniu do uczestników rynku kapitałowego (antyreforma OFE, ład korporacyjny, misselling), jak i otoczenia prawno-politycznego. Kwestia ta będzie też najważniejszym czynnikiem powodzenia programu PPK

W tym miejscu chcielibyśmy zwrócić uwagę na antyreformę OFE z 2014 r. i funkcjonowanie wymiaru sprawiedliwości. Zmiany w OFE podważyły zaufanie do długoterminowej strategii Państwa dotyczącej rynku kapitałowego. SRRK – jak wspomnieliśmy - nie odnosi się niestety do przyszłych planów Rządu w kwestii OFE. Bez tego elementu trudno zakładać, że uda się zrealizować jakiegokolwiek z nakreślonych celów strategii. W tym zakresie SRRK powinna być uzupełniona.

Zdajemy sobie sprawę, iż tematyka funkcjonowania wymiaru sprawiedliwości nie leży w zakresie kompetencji resortu właściwego dla instytucji finansowych, ale nie możemy ignorować faktu wpływu tego otoczenia na rynek finansowy. Przykładowo, dla poważnej grupy inwestorów (również polskich) kontrowersje wokół reformy sądownictwa budzą niepokój czy w sytuacjach konfliktowych ich interesy będą w Polsce chronione, w tym na równi z polskimi podmiotami państwowymi. Coraz liczniejsze, równie kontrowersyjne co spektakularne, zatrzymania menedżerów spółek publicznych tworzą wokół rynku kapitałowego klimat aferalny i budzą ryzyko obniżenia jakości zarządzania poważną grupą spółek publicznych z uwagi na ryzyko polityczne. Trudno będzie zbudować zaufanie do rynku kapitałowego, jeżeli będą się nadal pojawiać przypadki nadużywania organów ścigania z przyczyn pozamerytorycznych.

Podatki

Likwidacja anomalii

Uważamy, że propozycje podatkowe są krokiem w dobrym kierunku. Zwracamy jednak uwagę na dyskryminację podatkową długoterminowych inwestorów na rynku akcji w porównaniu z inwestowaniem w nieruchomości (zwolnienie z podatku odzysków kapitałowych po okresie pięciu lat).

Postulujemy zniesienie obowiązującego podatku od podwyższenia wartości nominalnej akcji, który nie generuje dla spółki żadnych korzyści ekonomicznych, a pociąga za sobą istotne koszty podatkowe (vide PGE w 2016r.). Wspieramy możliwość podatkowej kompensacji zysków i strat inwestycji w różne instrumenty finansowe i jednostki uczestnictwa FIO oraz eliminację podwójnego opodatkowania odsetek od obligacji na rynku wtórnym.

Edukacja

Prześcignąć Białoruś

Jak wspomnieliśmy, SRRK wielokrotnie odnosi się do stopy oszczędności w Polsce. Stan obecny - niezadowolający jak słusznie zauważono – jest wynikiem wielu czynników, z których warto wymienić wzorce kulturowe będące m.in. efektem niewielkiej świadomości ekonomicznej społeczeństwa. Porażający jest rys. 13, na którym widać najniższą (za Białorusią) pozycję Polski w dziedzinie wiedzy finansowej naszych obywateli. Tabela ta jest równie przerażająca, co tłumacząca wiele zjawisk ekonomicznych, społecznych i politycznych w naszym kraju.

Zdaniem PID podjęcie działań w tym zakresie ma strategicznie fundamentalne znaczenie dla polskiego społeczeństwa. Nauka podstaw finansów i ekonomii, wdrażanie postaw przedsiębiorczych i pro oszczędnościowych powinno zaczynać się od szkoły podstawowej (konieczna zmiana podstawy programowej w tym zakresie) i SRRK jest właściwym miejscem dla określenia postulatów i potencjalnie konkretnych działań w tym zakresie. Dlatego uważamy za konieczne włączenie w tym obszarze do współpracy MEN.

Ład korporacyjny

Wrócić do Dobrych Praktyk

Choć już mija 20 lat od początków ruchu corporate governance w Polsce, dążenie do naprawy ładu korporacyjnego jest równie aktualne, a obecnie nawet pilniejsze niż w 1999 r., gdyż sytuacja w ostatnich latach uległa w Polsce dramatycznemu pogorszeniu.

Naczelnym zadaniem władz spółki publicznej powinna być budowa wartości przedsiębiorstwa i działanie zgodne z interesem spółki. Wciąż aktualny jest cel spółki, określony w „Dobrych praktykach w spółkach publicznych w 2002” jako powiększanie majątku powierzonych przez akcjonariuszy z uwzględnieniem praw i interesów pozostałych interesariuszy spółki. Realizacja innych celów, zwłaszcza sprzecznych z interesem spółki, grozi poważnymi konsekwencjami..

W tym kontekście za nierealny i nietrafny metodologicznie uważamy postulat wymogu osiągnięcia wskaźnika C/Z przez menedżerów SSP na poziomie porównywalnym z krajami UE. Zarządy SSP powinny kierować się w swojej pracy dokładnie tymi samymi zasadami jak zarządy spółek prywatnych. Należy zwrócić uwagę, iż również w przypadku spółek prywatnych mają miejsce zmiany strategii, poważne inwestycje strategiczne; rzecz polega na transparenacji w komunikowaniu o nich rynkowi. Warto zauważyć, że tego typu zasady były przyjmowane przez różne rządy, a ich wpływ na poprawę ładu korporacyjnego w spółkach Skarbu Państwa był trudno zauważalny. Bez determinacji najwyższych

czynników rządowych w tym zakresie nawet najlepiej napisane cele strategiczne pozostaną na papierze.

PID od zawsze stał na straży przestrzegania ładu korporacyjnego i cieszy nas umiejscowienie tej problematyki wśród celów SRRK. Uważamy przy tym, że dokument powinien wprost odnieść się do obowiązujących Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW. Postulowane w Strategii dodatkowe uprawnienia dla GPW (publicznie ogłaszane ratingi corporate governance, weryfikacja oświadczeń, sankcje za nieprzestrzeganie) będą bardzo trudne w realizacji. Konieczny będzie podział tych zadań między GPW, KNF, oraz niezależną instytucję reprezentującą inwestorów prywatnych, którzy najbardziej są predysponowani do oceny jakości ładu korporacyjnego w notowanych spółkach.

Stosowanie prawa

Dobre prawo jest egzekwowane

Niezależnie od stosowania zasad ładu korporacyjnego uważamy za niezbędne wzmocnienie enforcementsu w zakresie ochrony interesów inwestorów na rynku kapitałowym. Przewlekłość postępowań, ich nieskuteczność, brak profesjonalizmu kadr organów ścigania i sądów powodują bezkarność osób nadużywających zaufania inwestorów a tym samym brak zaufania do rynku jako całości. To bolączka rynku praktycznie od momentu jego powstania. Pomysł z wprowadzeniem sądu (a być może również wydziałów prokuratury) specjalizującego się w sprawach rynku finansowego uważamy zatem za bardzo dobry, podobnie jak pozostałych wskazanych działań mających na celu ochronę inwestorów. Cieszy nas wskazanie szeregu zadań dla KNF (w tym szczególnie w zakresie wymogów w odniesieniu do poziomu świadczonych usług), której efektywne, sprawne działanie jest fundamentem sprawności regulacyjnej rynku.

Wdrożenie Strategii

Kto i kiedy?

W tej sytuacji kluczową staje się funkcja wdrożenia i zarządzanie projektem, co zawsze było słabszym punktem poprzednich planów rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. O sukcesie SRRK zadecyduje ranga i autorytet Pełnomocnika w relacji do władz państwowych i uczestników rynku. Warto przypomnieć, że na początku odbudowy polskiego rynku kapitałowego funkcja koordynacyjna była przypisana Pełnomocnikowi Rządu w randze Wiceministra Finansów.

Należy mieć nadzieję, że Pełnomocnik i jego zespół będą dysponować odpowiednim budżetem i nie będą obciążeni innymi zadaniami. Ponieważ realizacja SRRK wymaga przejrzystości i współpracy z interesariuszami rynku kapitałowego postulujemy, aby były upubliczniane okresowe raporty Pełnomocnika, z wyszczególnieniem celów zrealizowanych i w realizacji. Ponadto zwracamy uwagę na ryzyko obciążenia uczestników rynku kosztem funkcjonowania proponowanych nowych instytucji (Pełnomocnik, Zespół Specjalistów, Przedstawicielstwo w Brukseli, Rada i Fundusz Edukacji Finansowej).

Strategia w małym zakresie wspomina o pozycji polskiego rynku kapitałowego w Europie. Dokument jest bardzo skoncentrowany na lokalnym rynku i pomija kwestie konkurencyjności międzynarodowej, nie wyciąga wniosków z zachodzących zmian na europejskich oraz globalnych rynkach kapitałowych. Nie ma

odniesienia do koncepcji budowy w Warszawie środkowoeuropejskiego centrum finansowego (Warsaw City). Przez wiele lat taki plan w postaci Programu Rządowego był realizowany, a fundacja wspierająca takie działania była planowana przez GPW. W przeciwieństwie do wielu stolic i miast europejskich (Londyn, Paryż, Frankfurt) nadal nie mamy organizacji czy fundacji promującej Warszawę jako regionalne centrum finansowe.

Strategia tylko w nielicznych przypadkach podaje daty osiągnięcia zamierzonych celów, praktycznie bez wyznaczania kamieni milowych ich realizacji. Tym się negatywnie różni od Agendy Warsaw City 2010, która zawierała dokładny harmonogram realizacji poszczególnych zadań. Rok 2025 jest zbyt odległy jako miernik skuteczności Strategii.

Kwestie szczegółowe

Podzielamy pogląd, iż należy rozważyć umożliwienie bankom bezpośredniego dostępu do obrotu zorganizowanego w Polsce. Potencjalnie jeszcze większe znaczenie może mieć zapewnienie bezpośredniego dostępu do rynku szerszych grup inwestorów indywidualnych do rynku (DMA). Rozwój technologii fintechowych, w zakresie których Polska jest liderem, może odegrać w tym względzie ogromną rolę. Trzeba tylko stworzyć odpowiednie warunki regulacyjne i ekonomiczne (koszty transakcyjne).

Powyższe stanowisko zostało przyjęte przez poszerzony skład Rady Programowej Polskiego Instytutu Dyrektorów.

Polski Instytut Dyrektorów ma nadzieję, że Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego po odpowiednich poprawkach i uzupełnieniach zostanie jak najszybciej wdrożona i będzie realizowana w sposób profesjonalny i skuteczny.

dr Wiesław Rozłucki

Prezes Zarządu

Fundacja Polski Instytut Dyrektorów

Warszawa, 20 marca 2019