

**Opinia Izby Gospodarczej Towarzystw
Emerytalnych w sprawie projektu
Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego
oraz jej wpływu na sytuację OFE i DFE**

Spis treści

Wprowadzenie	2
Wpływ realizacji strategii na polski rynek kapitałowy.....	2
Cele SRRK.....	2
Wybrane działania w ramach SRRK i ich wpływ na rynek kapitałowy	4
Uproszczony model rozwoju rynku kapitałowego	4
Działania o największym znaczeniu dla rynku	5
Działania istotne, choć niekluczowe.....	7
Pośrednie skutki SRRK dla OFE i DFE	9
Elementy strategii bezpośrednio dotykające OFE i DFE	11
Wątki emerytalne w strategii	11
Czego zabrakło w strategii z perspektywy oszczędzania na emeryturę.....	13

Wprowadzenie

Opracowanie zostało podzielone na dwie części. W pierwszej prezentowana jest ocena celów SRRK i sumaryczny wpływ kluczowych działań na rynek kapitałowy oraz pośrednio i bezpośrednio na sytuację OFE i DFE. W drugiej analizowane są te szczegółowe działania, które wprost dotyczą funduszy emerytalnych oraz wątki, które nie znalazły się w strategii, choć z perspektywy oszczędzania na emeryturę powinny się tam znaleźć. Całość kończy podsumowanie prezentujące ogólną ocenę dokumentu.

Wpływ realizacji strategii na polski rynek kapitałowy

Cele SRRK

Część analityczno-diagnostyczna strategii jest znacznie mniej obszerna od listy planowanych działań. Co do zasady może być to słuszne – strategia ma przede wszystkim mówić, o tym, co i jak zostanie zrobione, a nie drobiazgowo analizować zjawiska. Jednak trudno się oprzeć wrażeniu, że braki analityczne rzucają cień na wskazywane cele i deklarowane działania.

Przede wszystkim brakuje wprost podanego modelu interwencji. Dokument tej rangi powinien wskazywać, w jaki sposób rynek kapitałowy się rozwija i jak poszczególne działania mogą ten rozwój wspomóc. Bez opisanie kluczowych mechanizmów trudno o priorytetyzację proponowanych działań, których duża liczba (60 głównych, jeszcze więcej pomniejszych) każe wątpić w to, czy rzeczywiście zrealizowane zostaną te najważniejsze. Priorytetyzacja jest konieczna także dlatego, że niektóre deklarowane cele oraz powiązane z nimi wskaźniki (KPI) nie mają zasadniczo związku z rozwojem rynku kapitałowego. Wadą jest też nieścisłe rozróżnienie, co jest instrumentem, a co celem interwencji.

Cel główny Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (SRRK) to obniżenie kosztu finansowania przedsiębiorstw krajowych. Taki cel wydaje się zrozumiały i uzasadniony, ponieważ rynek kapitałowy istnieje głównie po to, by przedsiębiorstwa mogły na nim uzyskiwać finansowanie na odpowiednio korzystnych warunkach. Jednak nie jest to ani jedyny cel istnienia rynku kapitałowego, ani rynek kapitałowy nie jest jedynym źródłem finansowania przedsiębiorstw. Dlaczego zatem celem SRRK nie jest po prostu rozwój rynku kapitałowego? Wprawdzie trudniej byłoby wtedy znaleźć odpowiedni KPI dla celu głównego, ale uniknięto by wskazania wskaźnika, który jest bardzo luźno związany z rozwojem rynku kapitałowego, czyli podanego w dokumencie kosztu kredytu bankowego dla przedsiębiorstw niefinansowych. Tym bardziej, że koszt kredytu bankowego lepiej pasowałby jako główny wskaźnik w strategii rozwoju sektora bankowego niż w SRRK.

Cele szczegółowe prezentują się znacznie klarowniej, szczególnie pierwszy i drugi. Wysoka kapitalizacja i wysoka płynność notowanych spółek nie są wprawdzie jedynymi wyznacznikami rozwoju rynku kapitałowego (wymienić można choćby liczbę spółek na mieszkańca czy oferowaną inwestorom stopę zwrotu¹), jednak wybór przynajmniej dwóch różniących się od siebie wskaźników daje dużą szansę na uchwycenie rzeczywistej dynamiki zjawiska. Wzrost samej tylko kapitalizacji przy braku rozwoju handlu akcjami to niebezpieczeństwo giełdy teoretycznej – spółki tak naprawdę nie są obecne na rynku publicznym, bo większość akcji nigdy nie trafia do obrotu, często pozostając stale w rękach ich dominujących właścicieli (np. Katar, Malta). Z kolei przyglądanie się wyłącznie obrotom w relacji do kapitalizacji pomija wielkość giełdy, która może być aktywna, choć mała (np. Włochy). W odniesieniu do strategii warto zauważyć, że deklarowane poziomy wskaźników – dwa razy wyższe od obecnych – w ciągu dziesięciu lat są bardzo trudne do osiągnięcia. Szczególnie tak szybki wzrost

¹ Bitner, Bukowski, i Pastor, „Wiatr w żagle. Obywatelska strategia dla polskiego rynku kapitałowego.”

kapitalizacji wydaje się mało prawdopodobny, gdyż wymagałby albo zainteresowania dużej liczby prywatnych przedsiębiorstw dotychczas stroniących od giełdy, albo nowych prywatyzacji. To drugie rozwiązanie jest szczególnie mało realne, biorąc pod uwagę brak planów rządu w tej kwestii oraz niewielki już potencjał prywatyzacyjny Skarbu Państwa (zaliczyć można do niego między innymi następujące firmy: PLL Lot, Poczta Polska, Polska Grupa Górnicza, Totalizator Sportowy, Polska Grupa Zbrojeniowa). Z ambitnych dążeń nie należy jednak czynić zarzutów, szczególnie jeśli mają mobilizować do podjęcia trudnych działań omówionych dalej.

Poważniejsze wątpliwości nasuwają się za to w odniesieniu do celów od trzeciego do piątego. Cel trzeci – zwiększenie efektywności instytucji pośredniczących – na pewno jest pożądany, jednak autorzy strategii bardzo wąsko rozumieją te instytucje. Początkowo definiuje się je następująco (s. 21: „Instytucja pośrednicząca rynku kapitałowego to instytucja, która stanowi niezbędne ogniwo umożliwiające kontakt pomiędzy podmiotami, które potrzebują kapitału na sfinansowanie swojej działalności, wszelkich projektów inwestycyjnych, badań, etc., z podmiotami, które ten kapitał posiadają.”) Wydaje się, że do grona instytucji pośredniczących należałoby zaliczyć przede wszystkim instytucje zbiorowego inwestowania takie jak TFI czy OFE, które teoretycznie może nie są niezbędnym, ale za to w praktyce są kluczowym ogniwem kontaktującym posiadaczy kapitału z przedsiębiorstwami. Jednak na temat pośredników finansowych tego typu w SRRK praktycznie się nie wspomina (z wyjątkiem 4.5.6.2., ale też nie wymienia się ich z nazwy). Prawie cała uwaga koncentruje się na podmiotach prowadzących działalność maklerską, pomijając palącą kwestię efektywności pośrednictwa finansowego sensu largo.

Cel czwarty strategii związany jest z podniesieniem oszczędności gospodarstw domowych. To postulat czysto makroekonomiczny, którego związek z rozwojem rynku kapitałowego jest bardzo luźny. Podobnie jak w przypadku kosztu finansowania przedsiębiorstw trudno nie zauważyć, że oszczędności zależą od wielu innych kwestii niż rozwój rynku kapitałowego, a rozwój rynku kapitałowego zależy od szeregu innych czynników niż oszczędności gospodarstw domowych. W praktyce polskiej wygląda to następująco - oszczędności gospodarstw domowych w relacji do dochodów w przyszłości z powodzeniem mogą maleć, ponieważ coraz więcej gospodarstw będzie brało kredyty na zakup nieruchomości. Nie jest to scenariusz pewny, ale całkiem prawdopodobny, na co wskazuje wciąż niski poziom zadłużenia gospodarstw domowych w Polsce w relacji do krajów Europy Zachodniej. Czy to oznaczać będzie regres dla rynku kapitałowego? Niekoniecznie, podobnie jak nie było regresu w latach 2005-2010, kiedy to stopa oszczędności gospodarstw domowych nie przekraczała 5%. Oszczędności gospodarstw domowych mało bowiem mówią o rozwoju rynku kapitałowego nie tylko z perspektywy polskiej. Na przykład w Wielkiej Brytanii, która ma bez wątpienia najlepiej rozwinięty rynek kapitałowy w Europie, oszczędności gospodarstw domowych w relacji do dochodu do dyspozycji znajdują się poniżej średniej UE. Z kolei w Niemczech i Francji, którym daleko do roli lidera rozwoju rynku kapitałowego, mają oszczędności znacznie od owej średniej wyższe. Wydaje się więc, że z punktu widzenia rozwoju rynku kapitałowego znaczenie ma nie tyle ile się oszczędza, co jak. Oszczędności kierowane wyłącznie w bezpieczne instrumenty (depozyty, obligacje skarbowe) mają niewielkie lub nawet zerowe przełożenie na rozwój rynku kapitałowego. W strategii wspomina się o inwestycjach bardziej ryzykownych (długoterminowych), jednak dopiero na etapie działań, a nie deklarowanych celów.

Bardziej efektywne procedury administracyjne są ze wszech miar pożądane, jednak nie jako cel piąty strategii. Procedury te są bowiem środkiem do celu, a nie celem samym w sobie. Cele szczegółowe powinny wprost przekładać się na realizację celu głównego, zaś cel piąty skupia działania, które zgodnie z zakładanym oddziaływaniem przyczynowo-skutkowym przyczynią się w pewnym stopniu do jego realizacji, a to nie to samo. Pomieszczenie celów i środków jest niebezpieczne, ponieważ grozi

skupieniem się wyłącznie na tych ostatnich. Tymczasem efektywność administracyjnej pracy KNF, choć ważna, nie jest kluczową przeszkodą w rozwoju polskiego rynku kapitałowego i dlatego nawet pełna realizacja celu piątego nie przyniesie znaczącego postępu jeśli chodzi o cel główny.

Bariery rozwoju rynku prezentowane w trzecim rozdziale nie są zbyt ściśle powiązane z wymienionymi wcześniej celami. Biorąc pod uwagę to, co wcześniej napisano o celach, nie musi to świadczyć na niekorzyść listy barier. Rzeczywiście lista barier jest dość wyczerpująca, jednak brakuje wskazania, które bariery są kluczowe: ogólne, strukturalne, regulacyjne czy podatkowe? Liczba podjętych działań wskazuje, że najważniejsze są bariery regulacyjne i strukturalne, jednak na wstępie rozdziału czwartego autorzy piszą, że strategia ma odpowiadać na wszystkie bariery.

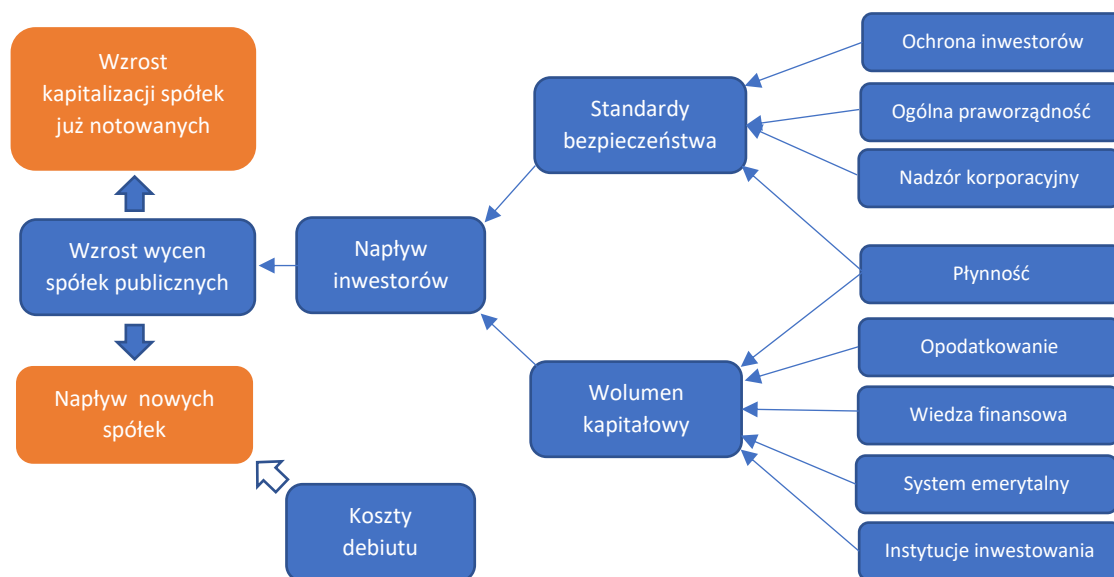
Nie sposób wskazać jednak w dokumencie żadnych działań odnoszących się do bariery 15 (Postrzegana przez rynek niepewność prawna związana z m.in. reformami systemu emerytalnego (np. OFE)). Dziwi w szczególności brak nawiązania do wcześniejszych dość konkretnych zapowiedzi Ministerstwa Rozwoju oraz Ministerstwa Finansów w kwestii uregulowania własności środków w OFE.

Wybrane działania w ramach SRRK i ich wpływ na rynek kapitałowy

Uproszczony model rozwoju rynku kapitałowego

Wskazanie kluczowych działań wymaga przyjęcia pewnych założeń na temat tego, jak rozwija się rynek kapitałowy. Dla celów niniejszej analizy wystarczy uproszczony model rozwoju (pomijający szereg dwustronnych zależności i sprzężeń zwrotnych występujących w rzeczywistości) dotyczący przede wszystkim publicznej części rynku kapitałowego. Przedstawia go Schemat 1.

Schemat 1 Uproszczony model rozwoju publicznego rynku kapitałowego.



Źródło: Opracowanie własne.

Procesem wynikowym utożsamianym w modelu z rozwojem rynku kapitałowego jest wzrost kapitalizacji spółek publicznych. Dokonuje się on na dwa sposoby – poprzez wzrost wartości istniejących spółek oraz w wyniku nowych debiutów na parkiecie. W obu wypadkach kluczem jest wzrost wyceny notowanych na rynku publicznym przedsiębiorstw przekładający się na ich wartość

oraz na atrakcyjność finansowania za pośrednictwem giełdy. To wyceny na rynku publicznym decydują o tym, jaka część firm w danej gospodarce decyduje się na taki sposób funkcjonowania. Z kolei wyceny determinowane są przez aktywność inwestorów, którzy decydują się lokować środki na rynku kapitałowym. O tym, ilu ich jest decydują zaś z jednej strony standardy bezpieczeństwa inwestycji, z drugiej wolumen środków przeznaczonych na ryzykowne inwestycje.

Wspólnym elementem determinującym zarówno potencjał napływu kapitału na rynek, jak i bezpieczeństwo inwestycji giełdowych jest płynność. Wysoka płynność to bowiem z jednej strony większe możliwości w zakresie produktów inwestycyjnych i typów inwestorów obecnych na rynku (czyli większy potencjalny napływ kapitału), z drugiej łatwiejsze wyjście z inwestycji, co przekłada się na poprawę bezpieczeństwa. Osobnym czynnikiem determinującym bezpośrednio napływ nowych spółek są koszty debiutu, na które składają się opłaty na rzecz agentów emisji oraz koszty postępowania przed organami nadzoru. Koszty te w Europie nie różnią się jednak tak drastycznie, żeby stanowić główny czynnik decydujący o wyborze rynku, na którym ma być plasowana emisja.

Większość planowanych w ramach SRRK działań daje się wpisać w omówiony schemat rozwoju rynku. Nie każde jednak jest równie istotne – ostatecznie kilka najważniejszych zdecyduje o tym, czy cele zakładane w strategii uda się osiągnąć. Działania, co do których można spodziewać się największych skutków dla rynku zostaną omówione poniżej. Wybór działań do dalszej analizy wynika z szacunku ich ostatecznego wpływu na dwa pierwsze cele szczegółowe strategii (kapitalizację i obroty). Pominięcie danego działania nie oznacza, że uznawane jest ono za niepotrzebne, ani tym bardziej szkodliwe. Jego oddziaływanie może być po prostu niewielkie, zbyt niepewne lub nazbyt oddalone w czasie, by warto było na tym etapie głębiej je rozważać. Przykładowo wszystkie działania w zakresie edukacji uczestników rynku są ważne, ale nie zastąpią sprawnie działającego rynku. Jeżeli inwestorzy nie zobaczą atrakcyjnych stóp zwrotu, a emitenci wysokich wycen, to sama wiedza o ogólnych zaletach rynku publicznego raczej nie przyczyni się do wzrostu zainteresowania giełdą. Podobnie jak - bardzo słuszny - postulat umożliwienia procedowania prospektu po angielsku, nie przyczyni się istotnie do napływu emitentów na polski rynek, ponieważ to nie w barierach administracyjnych tkwi jego względnie mniejsza atrakcyjność, lecz w ograniczonym potencjale inwestorów, spółek oraz problemach z płynnością, zaś bariery administracyjne wnoszą jedynie niewielki wkład w wymienione problemy. Z drugiej strony ogół działań nadzoru ma wpływ na to, jak odbierany jest polski rynek, dlatego wątek ten zostanie jeszcze poruszony poniżej.

Działania o największym znaczeniu dla rynku

- Podniesienie standardów ładu korporacyjnego (6-8)

Poprawa ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach publicznych ma kluczowe znaczenie dla rozwoju rynku kapitałowego. Dla akcjonariuszy mniejszościowych oznacza ostatecznie wyższą stopę zwrotu, a dla większościowych realną możliwość obniżenia zaangażowania kapitałowego w spółkę bez obawy, że ich interesy ucierpią, co w konsekwencji prowadzi do podniesienia free floatu i poprawy płynności. Należy docenić fakt, że autorzy strategii ze szczególną troską pochyliли się nad problemem ładu korporacyjnego w spółkach Skarbu Państwa, gdzie sytuacja pod tym względem postrzegana jest jako jeszcze bardziej niepokojąca niż w sektorze prywatnym². Spośród proponowanych rozwiązań wątpliwości budzi kwestia dodatkowych uprawnień dla GPW, w tym model zróżnicowanych opłat w związku z przestrzeganiem i nieprzestrzeganiem zasad czy obowiązkowe szkolenia dla członków zarządów. Giełda już dziś posiada szereg możliwości oraz uprawnień, które pozwalają na wyciągnięcie konsekwencji wobec spółek za nieprzestrzeganie

² Bitner, Bukowski, i Pastor ss. 60-61.

lub niedostateczne przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego. Tym samym problemem może być jedynie konsekwentne zastosowanie odpowiednich procedur czy kar. Trzeba przy tym pamiętać, że zbyt daleko idące uprawnienia GPW mogą - przy i tak dużych obowiązkach spółek giełdowych – jeszcze bardziej zniechęcić do wchodzenia na giełdę. Obecnie statystyki i tak pokazują większą ilość wyjść z „parkietu” niż nowych IPO.

Równie problematyczna wydaje się kwestia ogłaszania przez GPW ratingów dotyczących ładu korporacyjnego. Sam pomysł jest bardzo dobry, jednak nie powinien być realizowany przez giełdę, która jako spółka publiczna oceniałaby samą siebie, lecz przez niezależny podmiot kontrolowany łącznie przez wszystkich interesariuszy rynku kapitałowego (a nie tylko przez Skarb Państwa). Informacja o jakości ładu korporacyjnego nie zastąpi jego egzekucji, dlatego kluczowe znaczenie ma kolejny punkt.

- Podniesienie jakości obsługi rynku kapitałowego przez sądy powszechne (24)

Poprawa działalności sądownictwa w trudnym obszarze rynku kapitałowego jest ze wszech miar pożądana, a wskazywany przez autorów SRRK pomysł specjalizacji sądów i prokuratury bardzo trafny. Warto byłoby doprecyzować, jakie byłyby kompetencje takiego sądu, w szczególności czy dotyczyć będą jedynie spraw administracyjnych i karnych, czy też – jak wskazuje ustęp na str. 40 – cywilnych, np. dotyczących pozwów o naruszenie interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Warto przywołać fragment dokumentu przemawiający na taką interpretację:

„w celu poprawy egzekwowania przepisów chroniących inwestorów potrzebne jest utworzenie prokuratury i składów sędziowskich specjalizujących się w sprawach z zakresu rynku finansowego. Ministerstwo Sprawiedliwości powinno rozważyć stworzenie dedykowanego urzędu prokuratorskiego i odrębnego sądu (podobnego w swym charakterze do Sądu Ochrony Konkurencji i Konsumentów), którym będą powierzane sprawy cywilne, karne i administracyjne (w ramach odrębnych izb) dotyczące rynku finansowego”.

Pozwy ze strony akcjonariuszy funkcjonują z powodzeniem w krajach anglosaskich, gdzie poziom ochrony inwestorów jest bardzo wysoki. Reforma sądownictwa dotyczącego rynku kapitałowego mogłaby więc wydatnie wspomóc wcześniej omawianą kwestię ładu korporacyjnego.

- Aktywny nadzór nad kosztami ponoszonymi przez inwestorów indywidualnych i zwiększenie konkurencji na rynku funduszy inwestycyjnych (13, 31, 44)

Średni poziom opłat za zarządzania w funduszach akcji w 2016 roku wyniósł 3,9% w skali roku³. W konsekwencji różnica między stopą zwrotu z indeksów giełdowych a tym, co otrzymuje klient sięga 2,5-3%⁴. Z tego powodu ostateczny wynik inwestycyjny dla segmentu detalicznego jest mocno rozczarowujący – w ciągu ostatnich dwudziestu lat fundusze akcji dały zarobić mniej więcej tyle, co depozyty bankowe i wyraźnie mniej niż obligacje Skarbu Państwa. To rozczarowanie jest jednym z głównych źródeł niechęci wobec kierowania kolejnych środków na polski rynek kapitałowy, a więc pośrednio stanowi jedno z głównych hamulców rozwojowych. Od lat brakuje pomysłów, jak rozwiązać problem nadmiernych opłat wynikających przede wszystkim z wadliwego systemu dystrybucji (70-80% opłat za zarządzanie trafia do dystrybutora, a nie do funduszu). W strategii nie ma wprost postawionej tej kwestii, jednak wymienia się rozwiązania, które mogłyby przynieść pewien efekt (s. 62):

³ Bitner, Bukowski, i Pastor s. 80.

⁴ Bitner, Bukowski, i Pastor s.71.

- regulacje dotyczące prowizji, w tym maksymalnych stawek opłat, wykluczające możliwość wprowadzania dodatkowych ukrytych opłat lub opłat transgranicznych;
- konieczność udowodnienia, bazując na dowodach empirycznych i przyszłych prognozach, że produkty, w związku z którymi pobierane są wysokie opłaty, zapewnią zwrot poniesionych kosztów i przyniosą większe zyski niż tańsze alternatywy;
- benchmarking opłat, co przyczyni się do stworzenia konkurencji i transparentnych struktur porównywania opłat;
- stworzenie porównywarki opłat i wyników inwestycyjnych w formie strony internetowej, która będzie prezentować opłaty w stosunku do wyników danego instrumentu finansowego lub produktu;
- opłaty za najmniej skomplikowane produkty powinny być minimalne.

Jeszcze innym wymienianym rozwiązaniem, jest wzrost konkurencji między funduszami, w strategii wspomina się przecież o „oligopolistycznej lokalnej strukturze opłat”. Uruchomienie łatwo dostępnych funduszy ETF oraz umożliwienie polskim inwestorom nabywania udziałów w zagranicznych funduszach SICAV powinno zwiększyć presję konkurencyjną i potencjalnie wpłynąć na obniżenie opłat przez krajowe TFI. Jednak gwarancji sukcesu tu nie ma. Barię dla funduszy ETF jest mała płynność większości notowanych na GPW papierów, a źródłem wysokich opłat naliczanych przez TFI jest, m. in. wadliwy system dystrybucji, którego nie zmieni dodanie nowej palety funduszy, chyba że one same znajdą jakiś alternatywny sposób przebicia się do inwestorów.

Działania istotne, choć niekluczowe

- Podniesienie poziomu technologicznego usług związanych z obrotem (35, 42, 51, 52)

Dla inwestorów kluczową kwestią jest to, czym handlują, jednak nie bez znaczenia pozostaje techniczna infrastruktura rynku, ważna szczególnie dla inwestorów krótkoterminowych, zwłaszcza dla high frequency tradingu i handlu algorytmicznego. W strategii znajduje się wiele pomysłów na unowocześnienie handlu na rynku regulowanym i nieregulowanym w tym w szczególności rozliczanie niektórych transakcji za pomocą rozproszonego rejestru (blockchain). Postuluje się również rozszerzenie wykorzystania nowych technologii dla zwiększenia pokrycia analitycznego poprzez szerokie udostępnienie maszynowego przetwarzania danych ze spółek. Prace w tych obszarach na pewno powinny być prowadzone, jednak nie w zastępstwie rozwiązywania kwestii kluczowych.

Wspominany kilkakrotnie w strategii blockchain mógłby rzeczywiście zrewolucjonizować polski rynek, zdobywając dlań przewagę konkurencyjną, jaką jeszcze nie dysponuje żadna giełda na świecie. Gdyby wszystkie transakcje były dokonywane i rozliczane z użyciem rozproszonego rejestru, istotnie zmieniłoby to obraz giełdy. Z jednej strony, byłoby istotnie taniej oraz znacznie szybciej, całość operacji wraz z rozliczeniem odbywałaby się praktycznie w czasie rzeczywistym. Z drugiej, giełda jaką dziś znamy, przestałaby istnieć. Nie byłoby w ich obecnej formie domów maklerskich ani KDPW, który sprawowałby już tylko funkcję nadzorczą nad systemem rozliczeń o charakterze ściśle technicznym (informatycznym). Każdy podmiot handlujący na GPW miałby bezpośredni dostęp do rynku, więc wiele pomysłów jak unowocześnić handel papierami wartościowymi w ramach obecnej struktury straciłoby sens, w tym szereg koncepcji wysuwanych w SRRK. Taką daleko idącą zmianę należałoby systemowo przemyśleć i zaplanować wdrożenie jako kluczowego elementu strategii rozwoju rynku. Być może jest jeszcze na to za wcześnie, ale z drugiej strony jeśli Polska ma być pierwsza przed innymi rynkami, na których zapewne też ta koncepcja jest teraz analizowana, trzeba zacząć projektować nowy system już dziś, nie marnując energii na doskonalenie tego, co i tak trzeba porzucić.

- Zamknięcie luk regulacyjnych przyczyniających się do nieefektywności rynku (16, 18, 25-29, 32, 41, 46, 48, 50)

Ważniejsza od pomyślnego rozwiązania kwestii takich jak odejście od metody wewnętrznej stopy zwrotu przy wycenie obligacji korporacyjnych przez fundusze, dematerializacja niepublicznych obligacji w KDPW czy należyte informowanie emitentów w zakresie rozporządzenia MAR, jest zmiana nastawienia regulatora wobec rynku. KNF powinna działać nie tylko w ogólnie pojętym interesie publicznym egzekwując obowiązujące przepisy, ale także mieć na uwadze rozwój rynku i prowadzić z nim dialog. Postulaty zmiany sposobu działania nadzorca znalazły się w strategii, mówi się na przykład o wymuszeniu na Komisji publikowania rokrocznie informacji „w jaki sposób zamierza poprawić efektywność swojej działalności, w tym w jaki sposób planuje wyeliminować bariery dla innowacji i rozwoju rynku kapitałowego”. Postulaty tego typu wydają się realistyczne pod warunkiem większego jeszcze niż dotychczas zasilenia szeregów urzędników nadzoru osobami z doświadczeniem na rynku kapitałowym w kraju i za granicą, co również w strategii jest proponowane.

- Zachęty podatkowe (36, 37)

Zachęty podatkowe dotyczą emitentów oraz inwestorów. Ci pierwsi mają uzyskać możliwość odliczania szerzej niż do tej pory rozumianych kosztów IPO od dochodu przy obliczaniu podatku CIT oraz zwolnienie od podatku od zysków kapitałowych dla swoich pracowników przy sprzedaży akcji pracowniczych. Na większe ulgi mogą liczyć inwestorzy. Obniżony ma zostać podatek od dywidend z 19% do 9% dla akcji trzymanyh co najmniej 3 lata, wymienia się również „obniżenie stawki podatku od zysków kapitałowych dla inwestycji długookresowych” (s. 31), ale bez podawania, ile ta obniżka ma wynosić. Strategia przewiduje również umożliwienie kompensacji zysków/strat kapitałowych dla jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych z innymi inwestycjami. Postulaty dotyczące inwestorów mają większe znaczenie dla rynku niż te dla emitentów, jednak budzą większe kontrowersje. Podatek od dywidend na poziomie 9% byłby ponad dwukrotnie niższy od podatku od zysków kapitałowych, co stanowiłoby zakłócenie naturalnego wyboru sposobu dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami – premiiowane byłyby przez system podatkowy spółki wypłacające wysoką dywidendę, a więc przy okazji średnio rzecz biorąc wolniej rosnące, o mniejszych możliwościach inwestycyjnych. Lepiej obniżyć podatek od zysków kapitałowych i dywidend proporcjonalnie. Z kolei kompensacie zysków/strat z inwestycji w jednostki uczestnictwa towarzyszyć ma uniemożliwienie takiej kompensaty z tytułu min. kontraktów CFD, które zostały uznane za niezrozumiałych względów za instrumenty niepożądane, mimo iż część z nich opiewa na polskie akcje.

- Aktywizacja rynku instrumentów pochodnych (49, 55)

Większy rozwój instrumentów pochodnych mógłby przyczynić do wzrostu płynności na polskim rynku i przyciągnąć nowe grupy inwestorów. To ważny temat, jednak postulowane rozwiązania nie wydają się zmierzać w kierunku rozwiązania podstawowego problemu, jakim jest niewielka wyjściowa płynność instrumentu bazowego uniemożliwiająca makret-makerowi odpowiednio tanie zabezpieczenie oferowanego instrumentu pochodnego. Nie pomoże tu edukacja, lepsza ochrona inwestorów indywidualnych czy nowe produkty oferowane przez GPW borykające się z tymi samymi problemami, co te już istniejące. Pomysłami, które mogą zadziałać, choć na niewielką skalę są: umożliwienie OFE pożyczania akcji z portfeli, dopuszczenie użycia instrumentów pochodnych do zabezpieczania ryzyka rynkowego w funduszach emerytalnych (por. niżej) oraz obniżenie opłat dla inwestorów końcowych (choć nie napisano, w jaki sposób to ostatnie miało być zrobione).

- Reorganizacja rynku obligacji nieskarbowych (47)

Rynek obligacji korporacyjnych stanowi ważny element rynku kapitałowego. Z jednej strony uniezależnia przedsiębiorstwa od banków tworząc presję na ogólne obniżenie kosztów kapitału. Z drugiej umożliwia inwestorom skorzystanie z instrumentu o atrakcyjnym profilu wypłaty i poziomie ryzyka niższym od instrumentów udziałowych. Słabość tego segmentu w Polsce stanowi istotną przesłankę świadczącą na niekorzyść naszego rynku. Planowane działania powinny doprowadzić do zmniejszenia kosztów emisji i poprawy płynności, co (w połączeniu ze zmianami dotyczącymi obligacji niepublicznych – działanie 26) może skłonić część emitentów dotychczas korzystających z rynku prywatnego do przejścia na rynek publiczny.

- Unikanie gold platingu i stworzenie reprezentacji interesów polskiego rynku kapitałowego w Brukseli (22, 5, 43)

Polski rynek ma swoją specyfikę polegającą przede wszystkim na rozdrobnieniu – na parkietach notowanych jest dużo małych spółek, obsługiwanych często przez nieduże domy maklerskie. Wiele regulacji UE projektowanych jest z myślą o dużych instytucjach finansowych lub dużych spółkach publicznych, przez co mogą być niedopasowane do interesów polskiego rynku, szczególnie jeśli wdrażane są nadmiernie rygorystycznie (gold plating). Dlatego ważnym pomysłem jest zbudowanie reprezentacji interesów polskiego rynku kapitałowego w Brukseli. Reprezentacja ta, nazywana w SRRK „biurem lobbingsowym w Brukseli” powinna jednak być możliwie szeroka – wpływ na jej działanie powinien mieć nie tylko rząd i instytucje państwowe, lecz także sektor prywatny. Środowiska TFI, OFE, DFE czy domów maklerskich powinny partycypować w organizacji polskiego przedstawicielstwa zachowując głos co do tego, kto i w jaki sposób reprezentuje tam interesy polskiego rynku kapitałowego.

Pośrednie i bezpośrednie skutki najważniejszych działań dla OFE i DFE

To, w jakim kierunku będzie podążał polski rynek kapitałowy ma bardzo duże znaczenie dla działających na nim funduszy emerytalnych. Gdyby udało się zrealizować chociaż dwa pierwsze cele szczegółowe przyniosłoby to następujące, pozytywne skutki dla OFE i DFE:

- wzrost wartości akcji w portfelach,
- obniżenie ryzyka portfeli spółek polskich dzięki większej dywersyfikacji zapewnionej przez większą liczbę spółek i bogatszą reprezentację gospodarki,
- poprawa płynności posiadanych akcji,
- podniesienie stóp zwrotu dla uczestników,
- wzrost wpływów z opłat za zarządzanie dla PTE dzięki większemu wolumenowi aktywów.

Pełna realizacja dwóch pierwszych celów SRRK wymaga silnego poparcia politycznego by wysiłków nie popsuło otoczenie rynkowe w postaci, np. kolejnego kryzysu finansowego. Warto więc zastanowić się nad pośrednimi i bezpośrednimi konsekwencjami, jakie mogą przynieść OFE i DFE poszczególne działania, skupiając się ponownie na tych najistotniejszych, wymienionych wcześniej.

Działania proponowane w projekcie SRRK	Skutki dla OFE i DFE
Podniesienie standardów ładu korporacyjnego	Poprawa efektywnej ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych przyniesie ogólnie zbliżone skutki jak realizacja celów strategii – pozytywne dla OFE i DFE.
Podniesienie jakości obsługi rynku kapitałowego przez sądy powszechne	W zakresie w jakim przyniesie poprawę egzekwowania ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych oraz poprawi zaufanie do rynku strategii – pozytywne dla OFE i DFE.

Aktywny nadzór nad kosztami ponoszonymi przez inwestorów indywidualnych i zwiększenie konkurencji na rynku funduszy inwestycyjnych	Pozytywne skutki podobnie jak we wcześniejszych punktach. Ponadto obniżenie opłat w TFI powinno przynieść wzrost zainteresowania DFE, które mają niższe opłaty, przez co w tej chwili trudno im konkurować z TFI o zainteresowanie dystrybutorów. W sytuacji, gdy ta (paradoksalna) przewaga dotychczas droższych funduszy zniknie, łatwiej będzie sprzedawać te obecnie tańsze, pod warunkiem porównywalnych lub lepszych historycznych stóp zwrotu.
Podniesienie poziomu technologicznego usług związanych z obrotem	OFE i DFE nie należą do instytucji rynku kapitałowego, które bardzo często zmieniają skład swojego portfela. Z tego powodu obniżenie kosztów transakcyjnych nie będzie miało dużego wpływu na ich działalność, choć z pewnością przyniosłoby pewną poprawę osiąganych stóp zwrotu. Ponadto, gdyby niższe koszty transakcyjne przyniosły wzrost płynności dzięki zwiększonemu zainteresowaniu polskim rynkiem, OFE uzyskałyby łatwiejszą możliwość wyjścia z niektórych dotychczas nie płynnych inwestycji, co także przyczyniłoby się potencjalnie do poprawy wyników.
Zamknięcie luk regulacyjnych przyczyniających się do nieefektywności rynku	Wymienione luki regulacyjne bezpośrednio w zasadzie nie dotyczą OFE ani DFE. Fundusze emerytalne mogą odczuć poprawę klimatu regulacyjnego pośrednio, jeśli pozytywnie wpłynie on na aktywność innych uczestników rynku, w szczególności emitentów. Skutki będą zbliżone do realizacji celów strategii, choć w ograniczonej skali.
Zachęty podatkowe	Jak wyżej
Aktywizacja rynku instrumentów pochodnych	Wpływ kierunkowo analogiczny jak w przypadku podniesienia poziomu usług związanych z obrotem, dość ograniczony, ponieważ to w większym stopniu płynność instrumentu bazowego decyduje o płynności instrumentu pochodnego niż odwrotnie, a tylko oddziaływanie w tę drugą stronę wpłynęłoby na sytuację OFE, które nie korzystają jak na razie z instrumentów pochodnych. W połączeniu z planowanym w SRRK umożliwieniem funduszom emerytalnym zabezpieczania ryzyka rynkowego za pomocą instytucji pochodnych (por. niżej) aktywizacja tego rynku wpłynie dodatkowo na obniżenie kosztów transakcyjnych bezpośrednio. Ogólny wpływ na działalność OFE i DFE nie będzie znaczący, ponieważ fundusze raczej nie będą korzystać z instrumentów pochodnych na dużą skalę.

Reorganizacja rynku obligacji nieskarbowych	Poprawa transparentności obligacji nieskarbowych powinna zwiększyć zainteresowanie tym rynkiem, również ze strony funduszy emerytalnych. Korzystnie wpłynie to na dywersyfikację portfela funduszy, choć wpływ będzie raczej niewielki, ponieważ już w obecnych realiach prawnych OFE i DFE inwestują w dłużne papiery nieskarbowe, a proponowane instrumenty ochrony przyniosą większą korzyść mniej wyspecjalizowanym inwestorom. Trzeba jednak podkreślić, że postulat rozwoju rynku obligacji korporacyjnych stoi w sprzeczności z dokonanymi ostatnio zmianami w ustawie o obligacjach czy w prawie upadłościowym (np. zakaz obrotu obligacjami po dacie ich zapadalności).
Otwarcie dostępu banków do giełdy	Wpływ kierunkowo analogiczny jak w przypadku podniesienia poziomu usług związanych z obrotem, raczej ograniczony, ponieważ większość domów maklerskich już teraz powiązana jest kapitałowo z bankami.
Unikanie gold platingu i stworzenie reprezentacji interesów polskiego rynku kapitałowego w Brukseli	Problem gold platingu nie dotknął bezpośrednio OFE i DFE. Wystąpić może wpływ pośredni, kierunkowo analogiczny jak w przypadku podniesienia poziomu usług związanych z obrotem. Gdyby środowisko OFE i DFE partycypowało w polskim lobbingu w Brukseli, mogłyby wyniknąć z tego dodatkowe korzyści m.in. lepsze przygotowanie się na kolejne zmiany wychodzące od UE czy wypromowanie rozwiązań korzystnych dla funduszy i polskiego rynku na forach unijnych.

Elementy strategii wprost dotyczące OFE i DFE

Wątki emerytalne w strategii

Kwestie dotyczące bezpośrednio funduszy emerytalnych pojawiają się w dokumencie zaledwie w kilku miejscach. Ściśle rzecz biorąc, nie licząc definicji w przypisach i słowniczka na początku, skrót OFE pojawia się raz (wspomniana bariera 15), DFE ani razu. Dwukrotnie wspomina się o IKE i IKZE, nieco częściej pada słowo „emerytalny”, bo 8 razy. Poniżej krótkie omówienie emerytalnych wątków strategii.

- (s. 8) „Ze względu na postępujący proces starzenia się społeczeństw, konieczne jest również wypracowanie rozwiązań zapewniających godziwe emerytury obywatelom. Dobrze rozwinięty i efektywny rynek kapitałowy może być istotnym wsparciem w podejmowaniu się obu tych wyzwań”.

We wstępie pojawia się fragment mówiący o tym, że rynek kapitałowy potrzebny jest między innymi ze względu na konieczne dodatkowe inwestowanie środków na emeryturę. Wątku tego dalej się

jednak nie pogłębia, nie mówi się też o zależności w drugą stronę, że typ systemu emerytalnego ma wpływ na rozwój rynku kapitałowego.

- (s. 11) „Poziom oszczędności prywatnych w Polsce utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Nawet środki zgromadzone w produktach zapewniających korzyści podatkowe, takie jak IKE/IKZE od czasu ich wprowadzenia na rynek nie przekraczają poziomu 1000 PLN w przeliczeniu na dorosłego obywatela. W SOR zostały już zidentyfikowane cele w zakresie oszczędzania, zaś zadaniem SRRK jest zaproponowanie rozwiązań skutkujących zwiększeniem skłonności konsumentów do oszczędzania (w tym oszczędzania długoterminowego - emerytalnego), szczególnie biorąc pod uwagę fakt, że struktura demograficzna Polski jasno wskazuje tendencję starzenia się naszego społeczeństwa”.

W streszczeniu napisane jest, że SRRK proponuje rozwiązania zwiększające oszczędzanie na emeryturę, jednak w zasadniczej części dokumentu takich rozwiązań praktycznie nie ma (por. następny punkt).

- (s. 22) „Ponadto intencją niniejszego dokumentu jest w tym punkcie również zwiększenie liczby osób oszczędzających w IKE i IKZE za pośrednictwem nowych cyfrowych kanałów finansowych”. (s. 31) „rozważyć wprowadzenia wybranych nowych modeli produktów oszczędnościowych z prostą funkcjonalnością, np. rozwiązań podobnych do tych oferowanych przez brytyjski NS&I (nsandi.com). Produkty te mogą być oferowane przez aplikacje (portfele) mobilne wraz z szeregiem różnych struktur dedykowanych poszczególnym grupom demograficznym”.

Jedynym pomysłem zmierzającym do podniesienia oszczędności emerytalnych, oprócz edukacji finansowej, co do której nie ma wprost informacji, by miała dotyczyć kwestii oszczędzania na emeryturę (ale można domniemywać, że one tam będą), jest uruchomienie nowych produktów dystrybuowanych w formie cyfrowej. Jedyny podany w dokumencie przykład takich rozwiązań zaczerpnięty z Wielkiej Brytanii wydaje się jednak mało adekwatny, ponieważ NS&I oferuje instrumenty z gwarancją państwową o niskiej stopie zwrotu, które są mało efektywnym sposobem oszczędzania na emeryturę i w niewielkim stopniu przyczyniają się do rozwoju rynku kapitałowego.

- (s. 24) „15. Postrzegana przez rynek niepewność prawna związana z m.in. reformami systemu emerytalnego (np. OFE)”.

Bariera 15. Dotycząca OFE była komentowana w pierwszej części niniejszego opracowania. Warto jeszcze dodać, że kilka stron dalej (s. 30) w dokumencie znajdujemy informację, że „zmiany w krajowym systemie emerytalnym na przestrzeni ostatnich lat” zaszkodziły kulturze oszczędzania w Polsce.

- (s. 34, podobnie 43, 67) „Wdrożenia ram prawnych i regulacyjnych dotyczących luk w zakresie poszczególnych produktów, np. pożyczek papierów wartościowych (m.in. zezwolenie dla funduszy inwestujących w celach emerytalnych)”.

Postulat umożliwienia funduszom emerytalnym pożyczania papierów wartościowych wysuwany był już od wielu lat. Przyczyniłoby się to do wzrostu płynności na GPW i dałoby funduszom szansę na niewielki, ale praktycznie pozbawiony ryzyka zarobek. Pewną barierą wobec sięgania po zyski z pożyczek pod krótką sprzedaż jest obawa związane ze spadkiem kursu, zwłaszcza mało płynnego instrumentu. Taki spadek mógłby odbić się negatywnie na wyniku funduszu w średnim okresie. Problem ten jednak dałby o sobie znać tylko na początku w momencie uruchomienia nowej możliwości, później by zniknął lub nawet doszłoby do podniesienia wycen portfeli funduszy.

Pozytywny wpływ aktywizacji krótkiej sprzedaży wynika z tego, że nie ma praktycznie inwestorów końcowych short only – nie należy zakładać, że na giełdę napłynie nowy kapitał chętny tylko do sprzedawania akcji. Krótka sprzedaż stosowana jest przede wszystkim w strategiach long-short, kiedy to inwestor kupuje jedne papiery i sprzedaje inne w domyśle zabezpieczając pierwszą transakcję. Umożliwienie krótkiej sprzedaży doprowadziłoby więc do napływu dodatkowego kapitału zainteresowanego inwestycjami long-short, który skompensowałby z nawiązką spadki kursów wynikłe z rozpowszechnienia krótkiej sprzedaży. Spadkom zapobiegałyby także poprawa płynności oraz urealnienie wycen – to że na daną spółkę składanych jest mało zleceń krótkiej sprzedaży wskazuje, że jest niedowartościowana i cena jej akcji powinna wzrosnąć.

- (s. 60) „umożliwienie funduszom inwestującym w celach emerytalnych zabezpieczanie ryzyka rynkowego przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych z jednoczesnym utrzymaniem wyraźnego zakazu prowadzenia działalności spekulacyjnej z wykorzystaniem instrumentów pochodnych”.

Zmiana korzystna dla inwestorów w funduszach. Lepsze parametry portfela, poprawa stosunku zysku do ryzyka. Dla największych funduszy w obecnych realiach płynnościowych znaczące zabezpieczenie ryzyka rynkowego na portfelu nie jest możliwe, jednak mniejsze fundusze mogą wykorzystać nowe instrumenty dla poprawy parametrów portfela.

Czego zabrakło w strategii z perspektywy oszczędzania na emeryturę

Strategia porusza wiele wątków, niekiedy naprawdę pobocznych, np. (s. 33) napisane jest, że SRRK będzie działać na rzecz wprowadzenia edukacyjnych „gier na platformach społecznościowych”. Z drugiej strony szereg ważnych spraw wydaje się pominiętych. Poniżej lista takich tematów wraz z krótkim uzasadnieniem, dlaczego powinny znaleźć się w SRRK lub zostać wzięte w przyszłości pod uwagę przez Radę Rozwoju Rynku Finansowego.

- Kwestia ryzyka zmiany własności środków w OFE oraz ogólnej niepewności związanej ze zmianami w systemie emerytalnym

Skoro temat ten został poruszony w strategii dwukrotnie (raz jako bariera rozwoju rynku kapitałowego, raz jako element erodujący kulturę oszczędzania), oczekiwać należy podjęcia konstruktywnych działań. Dotychczasowe posunięcia – milczenie w sprawie ogłoszonej publicznie 4 lipca 2016 roku propozycji Ministerstwa Rozwoju oraz koncepcja wprowadzenie trzynastej emerytury równej wysokości niezależnej od składek – prowadzą do pogłębienia wskazywanych w strategii problemów.

- Brak konkretnych zachęt do długoterminowego inwestowania, w szczególności korzystania z produktów emerytalnych innych niż PPK

W strategii wymienia się dwa narzędzia mające skłonić Polaków do oszczędzania w innych niż najbezpieczniejsze instrumenty finansowe – reforma podatkowa i edukacja. Ta pierwsza zakłada głównie obniżenie podatku od dywidend, które będzie miało symboliczny wpływ ze względu na ograniczenie skali (progi) i zakresu (ma dotyczyć tylko inwestorów indywidualnych, bo fundusze jako takie nie płacą podatków od dochodów z kapitału). Z kolei o mającej powstać strategii edukacyjnej nie wiele wiadomo, jednak w dokumencie nie wspomina się wprost, że będzie ona informować o systemie emerytalnym. Dobrze, aby tak było, ponieważ to niska wysokość przyszłych emerytur z systemu powszechnego powinna stanowić główny bodziec do podjęcia decyzji o oszczędzaniu za pomocą rynku kapitałowego.

Co więcej pominięto szereg rozwiązań, które mogłyby przyczynić się do popularyzacji oszczędzania w III filarze, np.:

- ✓ Zrównanie zasady prowadzenia IKZE przez PTE z zasadami obowiązującymi innych uczestników rynku, a w szczególności TFI. Możliwość prowadzenia Dobrowolnego funduszu jako funduszu z wydzielonymi subfunduszami o różnych profilach ryzyka, dopasowanych do indywidualnych preferencji i potrzeb klientów DFE, pozwoli Towarzystwom Emerytalnym na oferowanie produktu podobnie elastycznego jak produkt oferowany przez fundusze inwestycyjne.
 - ✓ Zniesienie limitu w IKE dla tzw. „podatku Belki” dla inwestycji powyżej 10 lat (wspieranie inwestycji długoterminowych).
 - ✓ Możliwość zaliczenia wpłat przekraczających limit w danym roku jako wpłat na poczet limitu w roku następnym (maksymalnie przez 5 kolejnych lat) – rozwiązuje to problem zwrotu nadpłat oraz po stronie klientów daje możliwość wpłat wyższych w latach dobrych i zmniejszenia wpłat w trudnych sytuacjach życiowych oraz sytuacji, w której klient nie określił rachunku na który mają być zwracane nadpłaty.
- OFE i DFE jako potencjalny nabywca obligacji rozwojowych

W strategii napisane jest, że koncepcję obligacji rozwojowych należy (s. 57) „skonsultować z inwestorami instytucjonalnymi poszukującymi instrumentów finansowych o długim horyzoncie inwestycyjnym”. Do grupy tych inwestorów z pewnością należą OFE i DFE, które byłyby zainteresowane nabywaniem takich obligacji, jednak od uwarunkowań ekonomicznych i prawnych zależy, czy będą mogły to robić. Dlatego dobrze byłoby, by w takich konsultacjach wzięły udział.

- Potencjalna rola OFE i funduszy inwestycyjnych w eliminacji nadużyć, np. koszty pozwów nie są kosztami OFE lecz PTE, a to OFE jest ewentualnym beneficjentem

Jeżeli realizowana byłaby koncepcja walki z nadużyciami w spółkach poprzez pozwy sądowe rozpatrywane przed nowym sądem właściwym dla spraw rynku kapitałowego, należałoby zmienić regulacje dotyczące OFE w tym punkcie. Obecnie koszty ewentualnych pozwów ponoszone są przez PTE, a korzyści (odszkodowanie, zmiana postępowania spółki) trafiają do OFE. Trudno w takiej sytuacji oczekiwać, że zarządzający funduszem będzie ryzykował swoje pieniądze w interesie klientów bez żadnej osobistej korzyści. Koszty pozwów powinny być kosztami OFE, nie PTE.

- Przedstawienie problemu rent i koncepcji jego rozwiązania

Ważną barierą w rozwoju oszczędności emerytalnych w Polsce jest brak rynku produktów wypłacających emerytury dożywotnie. Stanowi to przeszkodę jeśli chodzi o podjęcie decyzji o oszczędzaniu – nie ma jasnej odpowiedzi, co zrobić ze zgromadzonymi pieniędzmi (trzeba rozwiązać problem ich podziału), a ponadto musi ich być więcej niż gdyby można nabyć rentę dożywotnią, w dodatku nie wiadomo ile trzeba oszczędzać, bo nie ma dostępnych cen takich rent. Ponadto dojrzały rynek rent stanowi wsparcie dla rynku kapitałowego – część środków ubezpieczonych nadal jest inwestowana w akcje i obligacje. Temat ten nie pojawia się w ogóle w SRRK.

***Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych
Warszawa, 21 marca 2019 r.***