

Proponowane zmiany w Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego

1. Modyfikacja celu

Zgodnie z pkt. 2.1. Projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (dalej Projekt) wskazuje się, że głównym celem jest poprawa dostępu do finansowania dla polskich przedsiębiorstw, poprzez obniżenie przeciętnego kosztu pozyskania kapitału w gospodarce krajowej. Pragniemy zauważyć, że jest to rzeczywiście niezwykle istotne narzędzie stymulujące rozwój, jednak jego znaczenie powinno być traktowane równorzędnie z interesem dostawcy kapitału. Zatem w naszych oczach powinno się położyć większy nacisk na przybliżenie profitów i zapewnienie ochrony dla inwestorów, a w szczególności dla inwestorów indywidualnych. Nakreślenie szerokiego gronu osób posiadających kapitał potencjalnych korzyści przy rozsądnej ochronie powinno być zdecydowanie lepszym stymulantem do użycia części depozytów gospodarstw domowych (według NBP przekroczyły one w 2018 roku poziom 500 mld zł) na rynku kapitałowym. Pośrednio przełoży się to na zapewnienie krajowym przedsiębiorstwom dostępu do finansowania, czego implikacją powinien być rozwój gospodarczy. Jednym z głównych powodów inwestowania może być oczekiwana stopa zwrotu, która według Siegel'a w bardzo długim okresie 1802-1997 wyniosła średniorocznie 8,4% w wartościach nominalnych oraz 7,0% w wartościach realnych (badania przeprowadzone dla rynku amerykańskiego). Podobne wartości, jednak w zdecydowanie krótszym przedziale czasowym, odnotował Warszawski Indeks Giełdowy (Semczak 2018), który wzrósł z 7 585,9 do 63 746,2 punktów (z końca 1995 r. do końca 2017 r.), dzięki średniorocznemu wzrostowi o niespełna 6% w wartościach skorygowanych o inflację. Zatem inwestowanie w akcje to nie tylko rozwój gospodarczy, ale i uczestniczenie w jego pożytkach (Ibbotson, Chen 2003). Wzrost wartości portfeli inwestycyjnych to także kreacja efektu majątkowego, który posiada pozytywny wpływ na poziom konsumpcji i inwestycji przez gospodarstwa domowe, co implikuje dalszy rozwój.

Ibbotson R., Chen P.(2003), Long-run stock returns. Participating in the real economy, Financial Analyst Journal 59, 88-98.

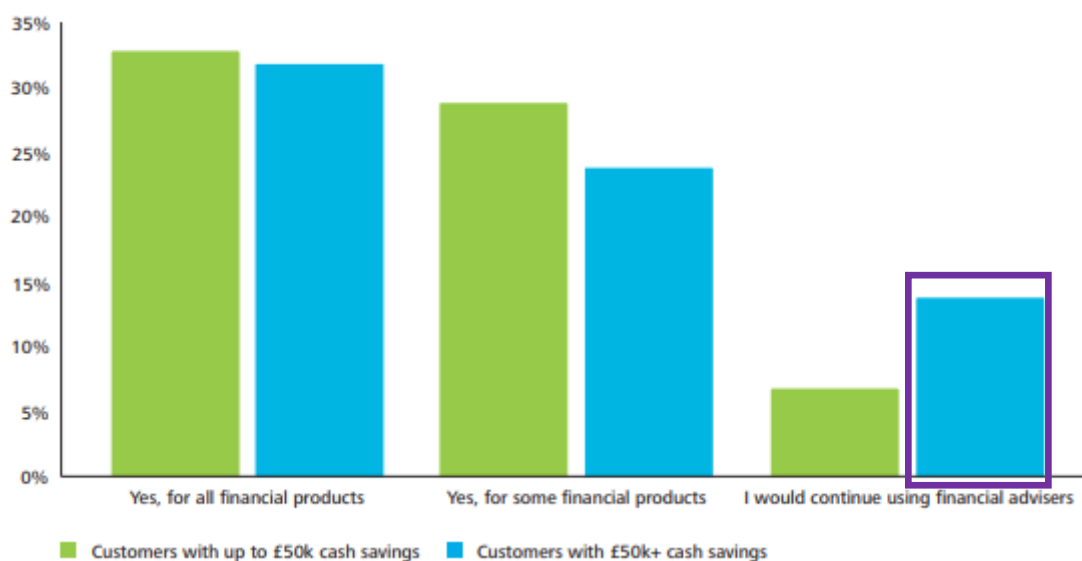
Semczak A,(2018), Morfologia cyklu indeksu WIG oraz jego współzależność z cyklem sfery realnej gospodarki w Polsce, Bank i Kredyt 49(6), 2018, 515-556.

Siegel J.J. (1998), Stocks for The Long Run, McGraw-Hill, New York.

2. Umożliwienie świadczenia przez doradców inwestycyjnych praktyki zawodowej

Zmiany zachodzące obecnie na polskim rynku usług finansowych są niezwykle potrzebne. Głęboko wierzymy, że zakończą się pozytywnymi skutkami, zwłaszcza w obszarze produktów i usług dostarczanych klientowi detalicznemu. Obecne środowisko regulacyjne, słusznie, wymusza ograniczenie opłat za zarządzanie pobieranych przez fundusze inwestycyjne oraz pobieranych tzw.

zachęt. Widoczne są tendencje zamykania architektury przez niektórych dystrybutorów (np. Santander, Pekao S.A.), czy zwiększenie działań promujących inwestowanie alternatywne, chociażby poprzez tzw. produkty strukturyzowane. Dodatkowo w debacie pomiędzy instytucjami finansowymi pojawia się konieczność nałożenia dodatkowych opłat za nabycie inwestycji czy świadczone usługi. Jakkolwiek zmiany - co podkreślamy - idą w dobrym kierunku, istnieje uzasadnione ryzyko powstania tzw. advice gap¹. Oznacza to, że znaczna część społeczeństwa zostaje pozbawiona możliwości korzystania z profesjonalnego wsparcia. Jest to wynik wspomnianych powyżej czynników, jak również braku chęci ponoszenia kosztów ich świadczenia przez klientów. Analogicznie wyglądała sytuacja w Wielkiej Brytanii w związku z wprowadzanymi przepisami tzw. RDR (Retail Distribution Review). Owe zmiany były jeszcze dalej idące w swej naturze, gdyż wymusiły przejście na formy płatnego doradztwa.



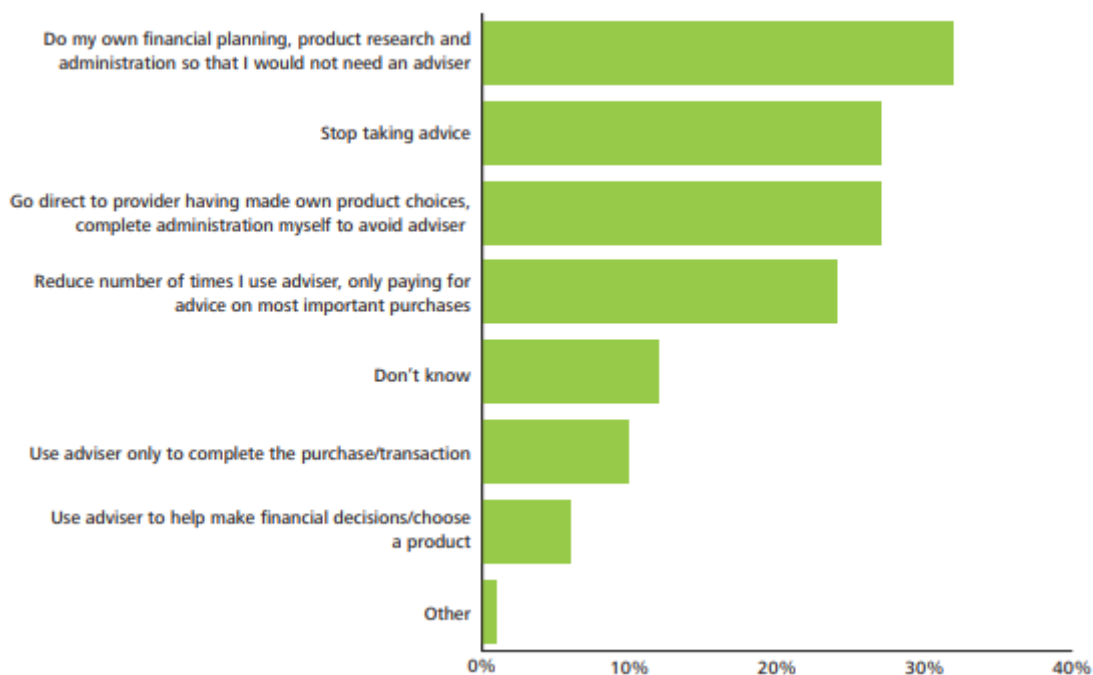
Wykres 1 Deklarowane zaprzestanie korzystania z usług doradczych w związku z wprowadzeniem opłat za doradztwo, źródło: Deloitte

Chociaż widoczna jest tendencja do unikania ponoszenia kosztów, to jednak znaczna część osób deklaruje chęć korzystania z usług doradczych – zwłaszcza wśród osób posiadających znaczne oszczędności (czerwony prostokąt na wykresie nr 1). Proces ten w Polsce może przyjąć bardziej nasiloną formę ze względu na relatywnie niższy poziom rozwoju rynku finansowego, co przekłada się na wiedzę wśród społeczeństwa. Wynika to oczywiście m.in. ze znacznie dłuższej historii rynku kapitałowego. W Polsce, dodatkowo, wspomniana luka potęgowana jest przez fakt nieistniejącego w praktyce rynku usług doradczych. Naszym zdaniem wynika to z poniższych przyczyn:

1. Kosztów towarzyszących utworzeniu domu maklerskiego, który może jako jedyny (poza bankiem) świadczyć usługi doradztwa inwestycyjnego,
2. długiego czasu oczekiwania na uzyskanie licencji,
3. dynamicznie zmieniającego się otoczenia prawnego,
4. braku świadomości społeczeństwa w zakresie umiejętności i procesu licencjonowania doradców inwestycyjnych i odróżnienia ich od doradców finansowych.

¹ <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/financial-services/deloitte-uk-fs-rdr-bridging-the-advice-gap.pdf>

Powyższe czynniki powodują, iż obecnie klient posiadający oszczędności ma w praktyce niewielką możliwość zwrócenia się o niezależną rekomendację inwestycyjną w zakresie czynionych inwestycji. Dodatkowo może okazać się, że w znaczącej mierze ograniczony zostanie dostęp do doradztwa inwestycyjnego – ze względu na konieczność ograniczenia kosztów przez dostawców produktów finansowych. Zwłaszcza w dzisiejszych czasach istnieją silne tendencje w kierunku tworzenia rozwiązań organizacyjnych o lekkiej strukturze, które są w stanie dostarczać wysokiej jakości usługi przy rozsądnym poziomie kosztów. W przypadku biura maklerskiego pojawiają się znaczące koszty utrzymania rozbudowanych sieci sprzedaży, systemów informatycznych, compliance, co w efekcie generuje znaczące koszty dla klienta, które to zostają na niego przerzucone. Wynika to także z faktu, iż aby zapewnić właściwą dochodowość podmiotu konieczne jest świadczenie dodatkowych usług, jak chociażby przyjmowanie i przekazywanie zleceń. W efekcie powyższych czynników nie istnieją na polskim rynku podmioty, które świadczyłyby wyłącznie usługę doradztwa inwestycyjnego. A przez to niewiele jest podmiotów na polskim rynku, do których można zwrócić się z prośbą o niezależną, profesjonalną pomoc, gdyż zwyczajowo domy maklerskie operują na instrumentach, które były nabywane za ich pośrednictwem. Spoglądając z perspektywy ostatnich wydarzeń na polskim rynku (GetBack, Amber Gold, W Investment, fundusze absolutnej stopy zwrotu) zainteresowani klienci nawet chcąc otrzymać niezależną opinię mieliby z tym problem. Dlatego postulujemy realne ustanowienie wolnego zawodu Doradcy Inwestycyjnego na wzór Radcy Prawnego.



Wykres 2 Deklarowane zachowanie inwestorów w przypadku wdrożenia bezpośrednich opłat za czynności doradztwa inwestycyjnego, źródło: Deloitte

Wracając do analizy przeprowadzonej na rynku brytyjskim nie oznacza to, że konsumenci przejdą wyłącznie na model doradczy. Większość z nich zacznie taniej inwestować bezpośrednio. Tym niemniej ponad 20% z respondentów deklaruje chęć skorzystania z odpowiedniej porady przy najważniejszych transakcjach, a blisko 10% zdecyduje się na wsparcie w procesie decyzyjnym. Warto odnotować, że w powyższych badaniach chodzi praktycznie o nieco bardziej zaawansowaną formę odpowiednika polskiego doradztwa finansowego. Niemniej jest to znacząca liczba osób z określonymi

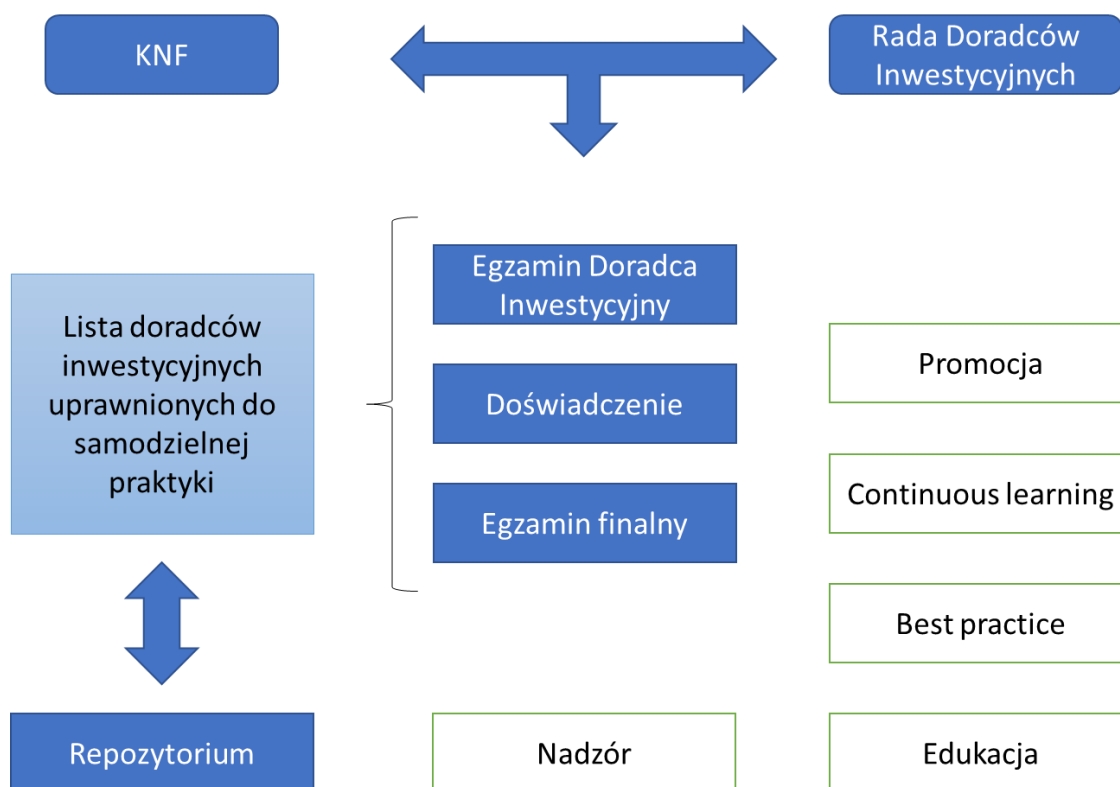
potrzebami, co tym bardziej dotyczy osób posiadających znaczny majątek. W proponowanej przez invesThink koncepcji, dodatkowo sam proces nadania licencji niejako nadawałby wyższą rangę usłudze, a przez to – naszym zdaniem – grono odbiorców byłoby jeszcze większe, a poziom świadczonych usług wyższy.

Stoimy na stanowisku, że w obliczu zawitej budowy instrumentów finansowych oraz dokumentów im towarzyszących (które niejednokrotnie wynoszą kilkadziesiąt, a czasem i więcej stron) niemożliwym staje się realne zrozumienie i ewaluacja owego procesu przez klienta samodzielnie. Podobnie jak w przypadku procesów sądowych, czy tworzenia umów, niejednokrotnie niezbędna okazuje się pomoc profesjonalisty.

Jeśli chodzi o samą strukturę organizacyjną, postulujemy utworzenie dwóch zasadniczych elementów. Listę doradców inwestycyjnych prowadzących praktykę doradczą oraz centralne repozytorium rekomendacji, obie prowadzone przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Sama lista osób praktykujących byłaby nadzorowana przez właściwy organ. W naszej propozycji zakłada się, że wykonywać usługę niezależnego bądź zależnego doradztwa inwestycyjnego mogą wyłącznie osoby w formie spółki osobowej lub kapitałowej, gdzie przynajmniej dwóch wspólników bądź członków zarządu posiada licencję doradcy inwestycyjnego uprawnionych do samodzielnej praktyki (o czym dalej) lub przynajmniej jeden z nich posiada licencję doradcy inwestycyjnego uprawnionych do samodzielnej praktyki, a dwóch pozostałych licencję maklera papierów wartościowych z uprawnieniami do wykonywania czynności doradztwa inwestycyjnego. Dodatkowym warunkiem byłoby zawarcie umowy ubezpieczenia od odpowiedzialności cywilnej na kwotę min 250.000 zł. Sama działalność ograniczona doradztwa inwestycyjnego nie byłaby prowadzona w formie domu maklerskiego.

Sam proces zdobywania licencji wzbogacony zostałby o procedurę zdobycia uprawnień do samodzielnej praktyki. Powstałby dodatkowo proces dokumentowania przynajmniej 5-7 letniej praktyki w zakresie doradztwa inwestycyjnego i/lub zarządzania aktywami, przedstawienie pozytywnej opinii przynajmniej dwóch innych doradców inwestycyjnych uprawnionych do samodzielnej praktyki (od momentu osiągnięcia liczby wpisanych osób w liczbie min. 10) oraz złożenia z pozytywnym wynikiem dodatkowego egzaminu obejmującego praktyczne zagadnienia świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego, jak profilowanie klienta, ocena instrumentów finansowych, finanse behawioralne, tworzenie strategii inwestycyjnej i zarządzanie ich zmianą czy tworzenia portfeli inwestycyjnych. W odniesieniu do obecnej formy egzaminów prowadzonych przez Komisję Nadzoru Finansowego, powyższy dodatkowy – finalny egzamin odnosiłby się do praktyki doradczej (schemat na rys. 1).



Rysunek 1 Schemat organizacji nowej koncepcji doradczej, źródło: opracowanie własne

Ponadto postulujemy wprowadzenie Rady Doradców Inwestycyjnych, która reprezentowałaby doradców inwestycyjnych uprawnionych do samodzielnej praktyki w stosunkach z Komisją Nadzoru Finansowego i Ministerstwem Finansów, brałaby udział w pracach nadzorczych i ewaluacyjnych pracy doradców inwestycyjnych uprawnionych do samodzielnej praktyki, współtworzyłaby egzaminy oraz promowałaby wiedzę odnośnie doradztwa inwestycyjnego w społeczeństwie.

Dodatkowo powstałoby centralne repozytorium rekomendacji oraz IPS (Investment Policy Statement – strategii inwestycyjnych), co w znacznym stopniu ułatwiłoby bieżącą kontrolę i nadzór przez Komisję Nadzoru Finansowego. Rada Doradców Inwestycyjnych wraz z Komisją zaproponowałaby ramy owych dokumentów, każdorazowo zatwierdzała ich szablony na poziomie podmiotu oraz ewentualne ich zmiany.

Należy zwrócić uwagę, że w obecnych uwarunkowaniach regulacyjno-prawnych nie powstały na polskim rynku podmioty typu „family office” wyspecjalizowane w kompleksowej obsłudze klientów indywidualnych. Istotną częścią ich działalności jest niezależne doradztwo inwestycyjne. Podmioty tego typu popularne są w Europie Zachodniej oraz USA.

Proponowane przez nas rozwiązania znajdują już obecnie zastosowanie na innych rynkach. Niezależni doradcy operują m.in. w USA, Australii, Wielkiej Brytanii oraz Francji². W Niemczech z kolei firmy świadczące odpłatne doradztwo mogą działać w formie m.in. spółki z ograniczoną

² Więcej informacji oraz porównanie różnych rynków w obszarze doradztwa inwestycyjnego można znaleźć w: J. Burke, A. A. Hung, Financial Advice Markets. A Cross-Country Comparison, RAND Corporation, prepared for the Department of Labor (USA), 2015 r.

odpowiedzialnością (po procesie rejestracji)³. Znacząco ogranicza to koszty prowadzenia działalności i pozwala na obniżenie kosztów świadczonych usług dla klientów indywidualnych.

Dzięki powyższym zmianom, społeczeństwu zostanie udostępniony szeroki wachlarz usług, który stanowić będzie istotne wsparcie w procesie zarządzania majątkiem przy jednoczesnym zapewnieniu najwyższych standardów w tym zakresie. Dodatkowo powodować to będzie presję na podnoszenie jakości usług w całym obszarze inwestycji w Polsce oraz ograniczenie opłat pobieranych od klientów. W naszym odczuciu spowoduje to dalszą profesjonalizację polskiego rynku usług wealth management oraz możliwość powstania podmiotów wyspecjalizowanych w kompleksowej obsłudze klientów detalicznych.

3. Nieuprawnione doradztwo

W celu ochrony inwestorów indywidualnych, według nas powinno się efektywniej walczyć z nieuprawnionym doradztwem inwestycyjnym. Jedną z odpowiednich metod jest badanie poziomu obsługi klienta oraz jakości usług poprzez losowe wizyty w punktach sprzedaży (mystery shopping). Piętnowanie zachowań odbiegających od najwyższych standardów rynkowych przełoży się na wzrost zaufania do całego sektora finansowego.

4. Obniżenie opodatkowania

Preferencyjna stopa opodatkowania w wysokości 9% powinna obejmować szerszy zakres inwestycji długoterminowych. Obok dywidend proponujemy obniżyć podatek od zysków kapitałowych, wypracowanych na instrumentach notowanych na rynku regulowanym GPW, funduszach inwestycyjnych oraz obligacjach skarbowych i korporacyjnych, pod warunkiem utrzymania instrumentu przez minimum 3 lata. Przykładem kraju, który dostrzega istotną rolę wsparcia długoterminowych inwestycji przez pryzmat stosowania preferencyjnych stawek podatkowych są USA. Długoterminowe inwestycje w tym wypadku określone są jako utrzymane minimum rok od zakupu i podlegają preferencyjnej stawce podatkowej 0%/15%/20% w zależności od progu podatkowego danego podatnika.

[Ernst and Young, Worldwide Personal Tax and Immigration Guide 2018-2019, s.1553](#)

[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-2018-19-worldwide-personal-tax-and-immigration-guide/\\$FILE/ey-2018-19-worldwide-personal-tax-and-immigration-guide.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-2018-19-worldwide-personal-tax-and-immigration-guide/$FILE/ey-2018-19-worldwide-personal-tax-and-immigration-guide.pdf)

Proponujemy także aby podatki od dywidend oraz od odsetek mogły być kompensowane i wliczane do PIT`u. Według nas podatek powinien być kalkulowany od całościowego rezultatu na portfelu inwestycyjnym, a nie od poszczególnych instrumentów czy pojedynczych pozycji.

Dodatkowo ruch na walutach przy inwestycji zagranicznej nie powinien podlegać opodatkowaniu. Ekspozycja w obcej walucie stanowi czyste ryzyko, a nie przedmiot inwestycji. Dobrym odniesieniem może być depozyt w walucie obcej, w przypadku którego nie ma podatku od ruchu walutowego.

³ https://www.bafin.de/EN/PublikationenDaten/Datenbanken/Honorar-Anlageberater/honorar-anlageberater_node_en.html;jsessionid=0A1BCB4978C3201A7599556015E6AA75.1_cid372

5. Edukacja podstawowym czynnikiem rozwoju rynku w długim terminie

Biorąc pod uwagę niską stopę oszczędności brutto gospodarstw domowych 2,6% vs 11% średnia dla państw UE, optujemy za wzmożonym działaniem edukacyjnym w zakresie finansów osobistych. Obok rozwiązań przedstawionych w SRRK, proponujemy wprowadzenie przedmiotu „finanse osobiste” do kanonu przedmiotów obowiązkowych w szkołach oraz uniwersytetach. Sugerujemy podjęcie aktywnej współpracy w tym zakresie między Ministerstwem Finansów i Edukacji w celu opracowania i wdrożenia strategii podniesienia poziomu wiedzy finansowej w społeczeństwie. Znaczenie edukacji finansowej podkreślane jest m.in. przez organizację OECD.

<http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/financial-education-and-youth.htm>

<https://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/National-Strategies-Financial-Education-Policy-Handbook.pdf>

6. Internetowa platform papierów skarbowych dedykowanych inwestorom indywidualnym

W celu zwiększenia zainteresowania inwestorów detalicznych dedykowanymi dla nich skarbowymi papierami dłużnymi, platforma sprzedaży powinna osiągnąć najwyższe cyfrowe standardy. Aktualna platforma prowadzona przez PKO BP niestety odbiega od aktualnych trendów. Przykładami mogą być tutaj: prezentacja portfela w formie graficznych wykresów, oczekiwany i zrealizowany zysk, potencjalne do nabycia nowe papiery wartościowe, aplikacja na smartphone itp.

7. Corporate governance

Pieniądze inwestorów indywidualnych powinny być inwestowane w podmiotach, które szanują prawa akcjonariusz mniejszościowych. W celu jakościowej oceny poszczególnych przedsiębiorstw, mógłby być prowadzony ich rynkowy scoring dotyczący corporate governance. Ranking ten bazowałby na ankiecie pochodzącej od uczestników samego rynku, a w szczególności profesjonalistów jak analityków, doradców inwestycyjnych czy maklerów. Informacja ta obok wielkości finansowych stanowiłaby podstawę do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

8. Indeksy giełdowe

Indeksy giełdowe i ich składowe powinny stanowić wizytówkę GPW oraz krajowej gospodarki. Proponujemy zatem aby oprócz kryterium obrotu, jako głównego kryterium doboru spółek do indeksu, dodać kryterium jakościowe. Mogłoby to być przykładowo odniesie się do ich wyników finansowych: zysk potwierdzony przepływami finansowym czy stabilność zysku operacyjnego. Celem jest ograniczenie udziału spółek określanych jako opcyjne czy spekulacyjne. W przypadku indeksów amerykańskich dostarczanych przez Standards & Poor`s, ich komponenty dobierane są pod względem wielkości kapitalizacji, co też stanowi ciekawe rozwiązanie. W naszych oczach kapitalizacja jest lepszym kryterium niż obrót giełdowy, ponieważ posiada bliższe powiązanie z wynikiem finansowym przedsiębiorstw.

Stowarzyszenie invesThink

Adres www:	Investthink.org
E-mail:	kontakt@Investthink.org
Osoba do kontaktu:	Karol Matczak karol.matczak@hotmail.com +48 602327275
Adres stowarzyszenia:	Ul. Szarych Szeregów 4a/5 01-212 Warszawa