

Wpł. 2019 -03- 26



RPW/42071/2019 P
Data: 2019-03-26

Dep. *M.* Ilość zał. *14/15*

Warszawa, 22 marca 2019 r.

CML/0163/03.19/AP/

Pan
Piotr Nowak
Podsekretarz Stanu
Ministerstwo Finansów

Szanowny Panie Ministrze,

W odpowiedzi na pismo z 28 lutego 2019 r., Pracodawcy Rzeczypospolitej Polskiej przesyłają w załączeniu swoje stanowisko dotyczące projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego.

Z wyrazami szacunku

Wiceprezydent
Pracodawców Rzeczypospolitej Polskiej

dr Iwona Sroka



SCP/12424/2019
ID: 01720300256166

Załącznik: Stanowisko Pracodawców Rzeczypospolitej Polskiej dotyczące projektu Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego .

**Uwagi Platformy Finansowej organizacji PRACODAWCY RP,
do projektu STRATEGII ROZWOJU RYNKU KAPITAŁOWEGO,
dokumentu konsultacyjnego Ministerstwa Finansów,
opublikowanego w dniu 28 lutego 2019 r.**

Z punktu widzenia strategicznego rozwoju rynku kapitałowego, nadania znaczenia i wykorzystania w gospodarce - mogłoby tego dokumentu nie być, gdyż w istocie nie zawiera on rekomendacji, które mogłyby pomóc polskiej giełdzie. Nie odpowiada bowiem na podstawowe dwa pytania:

- Dlaczego polski rynek kapitałowy po ponad 20 latach rozwoju i wzrostu zaczął kilka lat temu zamierać?

- Jak zbudować większą skalę i znaczenie polskiego rynku kapitałowego tj. czy jeśli ten rynek będzie bardziej „przyjazny”, jeśli usunięte zostaną zidentyfikowane w dokumencie bariery, to nasz rynek uzyska większą skalę i znaczenie?

W dokumencie bowiem zebrano zbiór mniej lub bardziej opisanych działań usprawniających, nie jest to jednak materiał wypełniający definicję strategii, która nada mocne znaczenie i dynamikę rozwoju polskiemu rynkowi kapitałowemu, poprawi jego obecny status, czy rozwiąże od lat pęczniące problemy.

Diagnoza:

Polski rynek kapitałowy rozwijał się i budował swoją pozycję w CEE w procesie transformacji pomimo dwóch czynników hamujących tj. niedokończonych prywatyzacji GPW oraz zbyt wysokich opłat dla uczestników rynku. Państwowa własność GPW ograniczała możliwości zbudowania pozycji międzynarodowej, zwłaszcza w zakresie M&A. Zbyt wysokie koszty zaś, zwłaszcza transakcyjne, ograniczały konkurencyjność GPW. Ale generalnie, kierunki rozwoju dla rynku kapitałowego były w przeszłości ustawione właściwie.

Początek procesu destrukcji polskiego rynku to likwidacja OFE. Skutki tego widoczne dzisiaj to osłabienie segmentu polskich inwestorów instytucjonalnych i pierwszy poważny impuls dla utraty zaufania do polskiego rynku (zaufanie do NBP i GPW maleje i wynosi odpowiednio w latach: 2006, 2011, 2016: 68%, 62%, 60% - 43%, 45%, 37%). Decyzja dotycząca OFE była bardzo szkodliwa, ale można by ją uznać za jednostkową, a jej skutki za możliwe do naprawienia.

Od 2015 – obecne rządy i polityka gospodarcza - zapoczątkowały systemowy proces destrukcji rynku kapitałowego poprzez silną etatyzację gospodarki i polityczne nią zarządzanie. Skutki dla giełdy warszawskiej: wzrost ryzyka politycznego, wzrost niepewności, nieprzewidywalności i nieracjonalnej redystrybucji pomiędzy SSP, a także destrukcja w obszarze ładu korporacyjnego. Stan obecny 2019 roku: giełda funkcjonuje jako miejsce dla krótkookresowych inwestycji spekulacyjnych i oportunistycznych inwestorów, dominacja inwestorów zagranicznych w obrotach akcjami (59%), zdalnych członków giełdy, niski poziom zaufania, brak warunków do długookresowego

oszczędzania. Jest to sytuacja adekwatna do aktualnego charakteru polskiej gospodarki: gospodarce upaństwowionej i rządzonej przez polityków giełda nie jest potrzebna.

Większości w/w fundamentalnych, strategicznych kwestii dokument SSRK nie porusza tj. własności w gospodarce, prywatyzacji GPW i systemowego modelu funkcjonowania rynku kapitałowego (for-profit czy non-for-profit infrastruktury transakcyjnej i post-transakcyjnej), wzmocnienia segmentu polskich inwestorów instytucjonalnych, pozycji na rynku CEE, spadku zaufania wynikającego z ogólnej oceny wiarygodności instytucji rządowych. Dokument trudno zatem nazwać strategią. Zawiera on zestaw postulatów i rekomendacji, z których część jest słuszna, a część niepotrzebna, ale które na pewno nie odnoszą się do spraw najważniejszych dla przyszłości rynku kapitałowego.

Rekomendacje usprawniające działania administracji są oczywiście pozytywne, jednakże nie są wystarczające dla rewitalizacji i stworzenia silnego rynku kapitałowego w Polsce. Będzie funkcjonował jako marginalny mechanizm alokacji i inwestycji, tak jak w pozostałych krajach CEE.

Uwagi:

- 1) Dokument typowy dla programów tworzonych przy pomocy środków zewnętrznych w krajach rozwijających się i scentralizowanych, gdzie władza ma przekonanie, że decyzjami administracyjnymi można naprawiać gospodarkę -PL- EBRD, (przykład Malezja, Turcja - World Bank, Jordania - EBRD, Bułgaria). SSRK pokazuje kierunki działań, jednakże niektóre obszary są bardziej szczegółowo opisane, ale większość w sposób bardzo ogólny. Przykładowo - dość szczegółowo skupiono się na reformie nadzoru czy kwestiach podatkowych, zaś rozwój rynków np. repo potraktowano bardzo ogólnie (tu brak nawet kierunkowych kroków co zrobić, aby wydłużyć okres zapadalności rynku repo, aby banki były zainteresowane handlem na platformie BondSpot). W przypadku zachęt podatkowych - wydaje się, że powinny być zdecydowanie większe, aby w istocie pobudzić polski rynek kapitałowy. Niestety dokument jest bardzo skoncentrowany na lokalnym rynku i w ogóle pomija kwestie konkurencyjności i konkurencji międzynarodowej, nie analizuje i nie wyciąga wniosków z zachodzących zjawisk, zmian i trendów na europejskich oraz globalnych rynkach kapitałowych.
- 2) SSRK jest raczej analizą i katalogiem barier do usunięcia. Brak jednak wskaźników i liczb, a zwłaszcza określenia poziomu wzrostu skali rynku w wyniku implementacji strategii. Pytanie czy, jeśli w wyniku usuwania barier wskazanych w SSRK i implementacji działań strategicznych, polski rynek kapitałowy, poza tym, że będzie bardziej „przyjazny”, zanotuje wzrost zainteresowania inwestorów a brokerzy zyskają skalę?
- 3) Zbyt wąskie podejście do zagadnień o kompleksowym charakterze:
 - a) Budowa zaufania - rozumiana zbyt wąsko (ograniczona do przewidywalności regulacji, odpowiedzialności pośredników), bez uwzględnienia zaufania do władzy publicznej w ogóle. Ład Korporacyjny stanowi jeden z fundamentów zaufania; brak refleksji nad łamaniem Ładu przez SSP (łupy polityczne).

- b) Wśród fundamentalnych zasad wdrażania strategii (str.18) nie ma wzmocnienia segmentu inwestorów instytucjonalnych, który byli jednym z czynników rozwoju polskiego rynku w przeszłości. Bardzo mało uwagi poświęcono PPK. Jedyna wzmianka o PPK, jako o wsparciu dla pośredników. Brak analizy z perspektywy struktury podmiotowej rynku.
 - c) cel SRRK (str. 21) - zwiększenie poziomu oszczędności w gospodarce; nie zależy to wyłącznie od rynku kapitałowego i od edukacji ekonomicznej, ale od poziomu zamożności, zaufania do instytucji finansowych, wzorców zachowań.
- 2) Niespójność ocen i celów. Dysonanse:
- a) z jednej strony satysfakcja w związku z zaliczeniem Polski do rynków rozwiniętych przez FTSE Russell i jednocześnie postulat zasady proporcjonalności ze względu na specyfikę regulacyjną dla CEE jako rynków i gospodarek słabiej rozwiniętych?
 - b) Outsourcing (BPO) - centra usług wspólnych jest krytykowany, a jednocześnie przy innej okazji traktowany jest jako dowód skutecznego przyciągania zagranicznych inwestorów. A więc, czy to dobrze, czy źle?
 - c) Wiara w moc decyzji administracyjnych: liczne, w tym nowotworzone, podmioty biurokratyczne do realizacji SRRK oraz dokumenty, które mają poprawić sytuację?
- 3) Niejasna i zagmatwana struktura do realizacji SRRK: Pełnomocnik Ministerstwa Finansów ds. wdrożenia SRRK, zespół specjalistów w MF ds. zarządzania projektem SSRK, trójstronne porozumienie (MF, KNF, NBP), Rada Rozwoju Rynku Finansowego (z 2006) i w jej ramach tematyczne grupy robocze (w liczbie 9!) koordynowane przez zespół roboczy SRRK. Dodatkowa komplikacja za sprawą Rady Edukacji Finansowej (utworzonej w 2018) mającej współpracować z zespołem SRRK, Fundusz Edukacji Finansowej, Polskie przedstawicielstwo w Brukseli (uczestnicy rynku i rząd) - precyzyjnie określić cele, zadania, ale i koszty oraz transparentę działań. Wśród podmiotów zaangażowanych w realizację nie ma GPW i KDPW, dlaczego? Ponadto trójstronne porozumienie KNF/MF/NBP na rzecz implementacji rozwiązań SRRK wydaje się ruchem PR-owym, niewnoszącym żadnych konkretnych wartości dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, a tym bardziej jak napisano w SRRK nie przyczyni się do „wzmocnienia zaufania ze strony podmiotów rynku do tworzonego prawa i wyznaczanych przez Rząd kierunków działań zmierzających do rozwoju tego rynku”.
- 4) Edukacja ekonomiczna - ma być realizowana poprzez kompleksową Strategię Edukacji Finansowej i Fundusz Edukacji Finansowej, chociaż edukacja ekonomiczna i finansowa powinna być realizowana poprzez cały system edukacji.
- 5) Postulat ustalania maksymalnych stawek opłat prowizyjnych; czy to powrót do czasów słusznie minionych i kontroli cen? Powinna działać konkurencja. O tym w ogóle nie pisze się w strategii.
- 6) Ład Korporacyjny powinien być jednakowy dla wszystkich spółek (nie ma potrzeby specjalnego dla SSP, tak jak postuluje dokument).
- 7) Nierealistyczne postulaty:
- a) Kapitalizacja giełdy do PKB - już było ok.50% w latach 2006-2010 (IPO GPW), jednakże wskaźnik 75% nie jest realny.
 - b) Pozyskanie oszczędności Polaków z zagranicy (zachęty) - życzeniowe myślenie.

- c) Powrót zagranicznych inwestorów instytucjonalnych z *proprietary trading* to kwestia zaufania i głębokości rynku, a nie decyzji administracyjnych.
- d) Idea GPW jako hub-u dla CEE nierealna i nieobudowana konkretami w SRRK. Język angielski nie wystarczy.
- e) Inwestycje w nowe technologie branży maklerskiej wymagają środków. Branża słabo zarabia. Pytanie - jeśli brokerzy mają zainwestować w nowe technologie, to kiedy im się to zwróci? Po Warsecie system UTP nie przyniósł bowiem dla skali rynku żadnych zmian.

10. Rynek obligacji:

- a) Catalyst i Bond Spot – bez refleksji nad strukturą rynku - czy nie czas na zmianę tej wynikowej struktury? Od początku była niezrozumiała.
- b) obligacje korporacyjne; co z ratingiem? agencja ratingowa - nie ma o tym w ogóle mowy.

11. Zmiany w nadzorze KNF:

- a) Niewystarczające doświadczenie KNF - dlaczego? Nadzór nad rynkiem w Polsce funkcjonuje przecież od prawie 30 lat
- b) Zasady funkcjonowania KNF - zwiększenie budżetu, zmiana zasad (czy coś nowego w stosunku do zmian z 2016 i 2018 ?). Strategia biznesowa KNF - po co? przecież to urząd działający zgodnie z regulacjami.

12. W całym dokumencie nie ma wzmianki o kosztach ponoszonych przez pośrednich uczestników rynku kapitałowego, czyli np. osoby inwestujące w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Koszty te, jak wskazują porównania międzynarodowe (*vide np.: Cremers M., Ferreira M.A., Matos P., Starks L. (2016), Indexing and active fund management: International evidence, Journal of Financial Economics, Volume 120, Issue 3, June 2016, 539–560*) są w Polsce ponad dwukrotnie wyższe niż w innych krajach. Niewątpliwie stanowi to barierę rozwoju rynku kapitałowego, której znaczenie jest szczególnie istotne w otoczeniu historycznie niskich stóp procentowych, a co za tym idzie stóp zwrotu. Koszty obciążające inwestorów pomniejszają bowiem ich stopę zwrotu. Ponieważ w najbliższej przyszłości fundusze inwestycyjne będą zarządzały środkami zgromadzonymi w PPK, to koszty ponoszone przez uczestników mogą po pewnym czasie stać się przedmiotem kontrowersji, z którymi pracownicy będą zwracali się do pracodawców, którzy zgodnie z ustawą zdecydują o wyborze podmiotu zarządzającego PPK w swoim przedsiębiorstwie. Stanie się tak szczególnie wtedy, jeśli stopy zwrotu będą nadal niskie. Oczywiście ustawa o PPK wprowadza limity na opłaty pobierane przez zarządzających, ale nadal na tle instytucji zarządzających aktywami na świecie są one wysokie, szczególnie w porównaniu z funduszami pasywnie zarządzanymi. Fundusze zarządzane pasywnie, które wydają się być szczególnie predestynowane do zarządzania inwestycjami długoterminowymi, jakimi są oszczędności emerytalne, pobierają bowiem, np. w Stanach Zjednoczonych opłaty za zarządzanie na poziomie 10-, a nawet 20-krotnie niższym niż jest to zaplanowane w przypadku instytucji zarządzających PPK. Bez znaczącego obniżenia opłat pobieranych przez instytucje zarządzające aktywami trudno będzie przekonać potencjalnych inwestorów do rynku kapitałowego. Zapisane w

- rozporządzeniu ministra finansów ograniczenia opłat za zarządzanie w funduszach inwestycyjnych są krokiem w dobrym kierunku, ale z pewnością niewystarczającym.
13. Przedstawione na s. 18 projektu porównanie kosztu kredytu bankowego w różnych krajach abstrahuje od poziomu stóp procentowych banku centralnego. Podejście takie wydaje się niepoprawne metodologicznie, gdyż nie zawiera podstawowej informacji o tym, jaka jest marża ponad stopę wolną od ryzyka, która jest oferowana klientom. A to ona decyduje o dostępności kredytu i chęci jego zaciągania, a nie bezwzględne oprocentowanie.
 14. Ograniczenia w polityce inwestycyjnej Funduszy Zdefiniowanej Daty w ramach Pracowniczych Planów Kapitałowych. Jednym z istotnych dla przedsiębiorców argumentów związanych z wprowadzeniem Pracowniczych Planów Kapitałowych było przekonanie o możliwości zbudowania zasobów kapitałowych pozwalających na stworzenie nowych źródeł finansowania inwestycji. Obecnie ponad 90% inwestycji finansowych jest długim ze względu na łatwiejszą, ale droższą możliwość pozyskania środków. Jeżeli jednak udało się stworzyć odrębny strumień finansowania inwestycji, który pochodziłby z długoterminowych oszczędności przedsiębiorcy, mieliby szansę wybrać pomiędzy finansowaniem dłużnym, a kapitałowym. Należy jednak podkreślić, że ustawowe ograniczenia polityki inwestycyjnej w ramach PPK będą determinowały inwestowanie znaczącej części środków w spółki w WIG20 i WIG40 zamiast stanowić realny zasób dla przedsiębiorstw szukających kapitału. Warto także zauważyć, że stały dopływ środków do notowanych w ramach WIG20 i WIG40 spółek będzie wiązał się z ryzykiem spekulacji oraz bańki, która powstanie w wyniku oderwanego od wycen sztucznego „pompowania” środków w instrumenty akcyjne największych spółek utrudniając mniejszym podmiotom zdobycie kapitału.
 15. Brak decyzji co do przyszłości Otwartych Funduszy Emerytalnych Zapowiedziana przez rząd, 4 lipca 2016 roku, reforma Otwartych Funduszy Emerytalnych stanowiąca o podziale pozostających w OFE aktywów na: 25% środków przekazanych do Funduszu Rezerwy Demograficznej oraz 75% środków rozdysponowana na Indywidualne Konta Zabezpieczenia Emerytalnego nie została przeprowadzona. Co więcej od czasu przedstawienia koncepcji zmian wielokrotnie prezentowane były stanowiska o charakterze politycznym odnoszące się do innego podziału środków. Niepewność związana z perspektywą funkcjonowania Otwartych Funduszy Emerytalnych nie sprzyja rozwojowi rynku kapitałowego oraz może oddziaływać negatywnie na nastroje inwestorów oraz chęć do podejmowania ryzyka inwestycyjnego.
 16. Niedostateczne wskazanie realizatorów oraz wskaźników realizacji Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego. Należy podkreślić, że nawet najlepiej opracowany dokument strategiczny bez odpowiedniej formy operacjonalizacji działań nie pozwoli na osiągnięcie zakładanych rezultatów. Strategia nie precyzuje, która instytucja państwowa; Ministerstwo Finansów, Narodowy Bank Polski, Polski Fundusz Rozwoju, czy Komisja Nadzoru Finansowego jest odpowiedzialna za wytyczanie głównych kierunków rozwoju i realizowanie kluczowych przedsięwzięć w zakresie rynku kapitałowego. Pomimo iż Strategia zakłada powołanie Pełnomocnika Ministra Finansów ds. wdrożenia SRRK w randze Sekretarza lub Podsekretarza Stanu, nie określono w wyczerpujący sposób jego

- kompetencji i możliwości ingerowania w procesy rynkowe. Co więcej polityczne usytuowanie realizatora SRRK sprawi, że będzie on rozliczany przez władze polityczne, a także Sejmową Komisję Finansów Publicznych. Wydaje się, że rozwiązanie to może nieść ze sobą więcej ryzyk, niż potencjalnych korzyści.
17. W SRRK nie ma racjonalnych wskaźników, jest część, ale w wielu aspektach nakreślono tam zaledwie działania kierunkowe. Są wskaźniki będące w istocie rezultatem, a nie celem. Przykładowo - pisze się, że powinno się obniżyć koszt pozyskania kapitału lub że jest zbyt droga infrastruktura, natomiast nie wskazuje się docelowego poziomu (do jakiego poziomu obniżenie kosztów; o ile za droga infrastruktura?). Brak przy tym zaadresowania tematu utrzymywania niewspółmiernie wysokich opłat, niekonkurencyjnych wobec innych giełd, przy bardzo słabym wizerunku i sytuacji rynku kapitałowego.
 18. Zaufanie do rynku kapitałowego i weryfikowalność działań. Niezbędnym jest także określenie wskaźników realizacji SRRK oraz poszczególnych faz i etapów jej wdrażania. Wobec tego pożądanym kierunkiem działań powinno być operacjonalizowanie działań oraz precyzyjne ustalenie punktów odniesienia. Próżno także oczekiwać, że samo powołanie trójstronnego porozumienia (MF, NBP, KNF) przyczyni się do wzmocnienia zaufania ze strony uczestników rynku kapitałowego. Wraz z deklaracjami politycznymi powinny pójść realne działania i możliwości ich weryfikacji. Warto, aby uczestnicy rynku kapitałowego zwrócili uwagę na konieczność prowadzenia działań związanych z edukacją finansową, a także dostarczaniem klientom indywidualnym narzędzi umożliwiających ich aktywność na rynku kapitałowym.
 19. SRRK nie porusza kontekstu miejsca polskiej giełdy w Europie i świecie, ani nie definiuje najbardziej optymalnego modelu funkcjonowania rynku kapitałowego (struktura Giełdy, Krajowego Depozytu, izb rozliczeniowych, ich własność, orientacja biznesowa czy rentowność). Autorzy zupełnie pominęli strategię międzynarodową, a przecież mamy zagraniczne spółki, dual-listing, na rynkach finansowych zachodzą trendy związane z konsolidacją, obniżaniem kosztów, szerszym dostępem do infrastruktury, swobodą przepływu kapitału i Unią Rynków Kapitałowych, zabieraniem rynku giełdom przez MTFy, aż po skutki implementacji regulacji europejskich i zaostrzającą się konkurencję w odniesieniu do oferowania usług finansowych. W tym kontekście też brak jasnej strategii dotyczącej systemu notującego UTP, który nie jest rozwijany przez Euronext i co może stanowić potencjalnie duży problem dla domów maklerskich. W kontekście j.w. jako nieefektywne działanie - stworzenie przedstawicielstwa w Brukseli, zwłaszcza, że większość regulacji post-kryzysowych jest już w fazie implementacji, a z kolei dokument SRRK pomija kwestie poszukiwania i wykorzystywania przez nasz rynek szans wynikających z tychże regulacji. W kwestii umiędzynarodowienia rynku, nie ma właściwie żadnych propozycji, brak odniesienia do konkurencji, brak pomysłów na specjalizację, brak odniesienia do systemu rozrachunku w Europie tj. T2S i wprowadzenia euro w Polsce.
 20. Gold Plating - z jednej strony słusznie proponuje się odejście od tego procederu, a z drugiej proponuje rozwiązania odmienne od europejskich – takie które podniosą koszty i zniechęcą do rynku, np. na poziomie KDPW rejestr akcjonariuszy aktualizowany

codziennie - pytanie po co?, kto za to zapłaci? Kto zechce być akcjonariuszem publicznym i jak wzrosną koszty KDPW. Ponadto wraca ciągle temat ewidencji opartej o *direct holding* - po pierwsze niezgodnie z europejskim prawem, po drugie jest to drogi i mało efektywny system skierowany raczej do mniej rozwiniętych rynków. Inne propozycje również nijak nie odnoszą się do europejskich regulacji i standardów międzynarodowych.

21. SRRK pomija wspomniane wcześniej ważne rynkowo dylematy związane z modelem for-profit versus non-for-profit polskiej infrastruktury rynkowej oraz modelu funkcjonowania pośredników rynkowych. Ważny temat z punktu widzenia obniżania kosztów rynku, wzrostu skali oraz finansowania edukacji rynkowej. W tym ostatnim zakresie też pozostawiono niedosyt - oddając jak w wielu otwartych kwestiach inicjatywę grupom roboczym czy RRRF (co po latach funkcjonowania trzeba uznać za nieskuteczne).
22. Nowoczesne technologie, dużo się o tym pisze, a jednocześnie krytykuje kryptowaluty i nie wspomina za dużo o aktywach cyfrowych, tak jakby nowoczesne technologie miały konserwować tradycyjny rynek kapitałowy. FinTech - zupełnie na wyrost przypisuje się rolę akceleratora fintechowego GPW. Dodatkowo należy zauważyć, że FinTech rozwija się zwłaszcza tam, gdzie nie ma regulacji - jak te technologie mają się dostosować do rynku tak ściśle regulowanego? W zakresie technologii poza brakiem zaadresowania problemu UTP - nie widać wniosków z punktu widzenia kosztów i skali rynku: GPW wprowadziła UTP co nie wpłynęło na wzrost obrotów, czy spadek kosztów, czy też zmianę modelu biznesowego. Stąd tematy innowacji technologicznych trzeba rozpatrywać z perspektywy małego rynku, wpływu na koszty i ryzyko biznesowe takich operacji (kiedy to się zwróci).
23. Brak strategii dla rozwoju rynku towarowego, z którego GPW czerpie znaczące przychody. A gdzie nowe obszary budowania skali polskiego rynku kapitałowego?
24. SRRK nie koncentruje uwagi na kwestiach podstawowych związanych ze wzrostem skali rynku – budowanie popytu i podaży, dobrych prywatnych spółek na GPW, nowych podmiotów atrakcyjnych dla inwestorów. Nie ma żadnych propozycji dla emitentów, a możliwość zaliczenia kosztów IPO jest z jednej strony niewystarczająca, z drugiej przecież można nie robić IPO i nie będzie kosztów. Proponowana ulga dla banków w zakresie repo, czy rozpoczęcie dyskusji o podatku u źródła dla euroobligacji jest doraźnym działaniem naprawiającym to co zepsuły pomysły w ostatnich trzech latach. Jeśli zaś chodzi o zachęty podatkowe dla emitentów i inwestorów oraz uczestników rynku. Zaproponowane rozwiązania są mniej niż znikome i żadnego istotnego wpływu na rynek mieć nie będą: podatek od zysków kapitałowych trzeba znieść, co też nie będzie ze znaczącym wpływem na decyzje inwestycyjne, ale jak się mówi o oszczędnościach, to warto je promować, a nie penalizować, stąd kompensacja zysków i strat to za mało, a nawet bardzo mało.
- W strategii ponadto nie dostrzega się znaczenia krajowych domów i biur maklerskich. Branża ta od lat z podstawowej działalności notuje straty (w 2018 r. branża pokazała 215 mln zł straty na działalności podstawowej). Bez silnych domów maklerskich, obsługa inwestorów i pozyskiwanie kapitału dla najbardziej dynamicznych i innowacyjnych polskich firm będzie niemożliwe. Obecna sytuacja w branży maklerskiej to skutek,

między innymi nadmiernych regulacji, kosztów infrastruktury, polityki umacniania znaczenia i roli zagranicznych domów maklerskich – tzw. zdalnych członków. Z kolei konstatacja w SRRK o zacofaniu technologicznym polskich domów maklerskich, które w konsekwencji osłabiają rynek kapitałowy jest szkodliwa i nieprawdziwa – zasadniczym problemem bowiem jest mała skala polskiego rynku, wysokie koszty transakcyjne i nieproporcjonalne obciążenia regulacyjne, dające nieuzasadnioną przewagę zdalnym członkom giełdy. Podsumowując brak działań i postawionego celu jakim jest wzmocnienie roli i znaczenia polskich firm inwestycyjnych, jako kluczowych pośredników przyczyniających się do rozwoju polskiego rynku kapitałowego, w szczególności w zakresie obsługi małych i średnich przedsiębiorstw.

25. Uwagi szczegółowe do części podatkowej SRRK:

- a) proponowany pakiet instrumentów fiskalnych jest niewystarczający dla stymulowania rozwoju rynku kapitałowego w Polsce;
- b) większość proponowanych rozwiązań fiskalnych ma charakter zachowawczy zarówno co do rodzaju proponowanych instrumentów, jak i zakresu ich stosowania (w SRRK wielokrotnie pojawia się zastrzeżenie o potrzebie wprowadzenia limitów dla proponowanych ulg podatkowych);
- c) brak jest propozycji nowatorskich (np. zniesienie podatku od zysków kapitałowych dla osób fizycznych) – propozycje w większości stanowią modyfikacje już obowiązujących regulacji (np. programy akcyjne) albo mają stanowić ich doprecyzowanie (np. koszty IPO);
- d) niewielka ilość propozycji fiskalnych skierowanych do emitentów – większość propozycji dotyczy inwestorów.
- e) koszty IPO – brak jest racjonalnego uzasadnienia dla wprowadzenia proponowanego limitu dla kosztów IPO, które będą mogły podlegać odliczeniu; za takie trudno bowiem uznać obawę o sztuczne zawyżanie kosztów doradztwa w ramach IPO;
- f) programy akcji pracowniczych – brak jest racjonalnego uzasadnienia dla ograniczenia proponowanych rozwiązań podatkowych jedynie do programów, w ramach których pracownicy otrzymują rzeczywiste akcje z wyłączeniem programów, w ramach których pracownicy otrzymują inne instrumenty finansowe będące pochodną akcji spółki (np. phantom shares, opcje na akcje z rozliczeniem pieniężnym itp.); rozwiązania fiskalne dla programów akcji pracowniczych powinny ponadto zostać poszerzone o doprecyzowanie obecnie obowiązujących regulacji w zakresie programów akcyjnych opartych o warranty subskrypcyjne; dla spółek publicznych jest to obecnie najczęściej wybierana forma realizacji programów akcyjnych; tymczasem nieprecyzyjne brzmienie przepisów dotyczących programów akcyjnych wywołuje wątpliwości praktyczne, czy preferencje podatkowe obejmują również nabycie akcji w ramach programów opartych o warranty; niejednolita jest tu również praktyka organów podatkowych oraz sądów administracyjnych;
- g) kompensacja zysków kapitałowych i strat – w projekcie SKRRR mowa jest o tym, że umożliwienie kompensacji strat i zysków kapitałowych w ramach różnych klas instrumentów ma dotyczyć w szczególności jednostek uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych; na analogicznych zasadach powinny być traktowane

- również certyfikaty inwestycyjne w funduszach inwestycyjnych zamkniętych; brak jest racjonalnego uzasadnienia dla różnicowania tych klas aktywów inwestycyjnych;
- h) brak jest uzasadnienia dla powoływania wyspecjalizowanych urzędów skarbowych dla emitentów – specyfika podatkowa emitentów nie odbiega od specyfiki podatkowej podmiotów niepublicznych.
26. W dokumencie rangi rządowej należałoby wyeliminować błędy merytoryczne, uaktualnić okres danych (niektóre dane kończą się na roku 2016, inne 3Q2018) i uzupełnić analitykę. Przykładowo:
- a) Na stronie 14 w sojuszu giełd Eronext pominięto giełdę w Lizbonie.
 - b) Na stronie 20 w kontekście europejskim ilustruje się wyłącznie wskaźnik płynności, pomijając dane i ilustracje podstawowych wskaźników obrazujących pozycję danego rynku w Europie, jak: udział w obrotach akcjami, udział w kontraktach terminowych, udział w kapitalizacji giełd.
 - c) Na stronie 21 wskazuje się, niejako panaceum - że „wybierając danego pośrednika, uczestnik rynku często przywiązuje się do rynku na którym działa ten pośrednik” bez refleksji, że tenże pośrednik najczęściej działa na wielu rynkach i z pewnością nie jest przywiązany do jednego rynku.
 - d) Na stronie 24 – zadziwiająco i bez rozwinięcia w dalszej części i w postaci diagnozy i konkretnych działań wskazano jako barierę „braki w infrastrukturze post-transakcyjnej, w celu zapewnienia większego bezpieczeństwa rynku”
 - e) SRRK wskazuje od lat powtarzane w środowisku problemy czy prawdy, którym nie adresuje konkretnych działań – przykładem jest tu wypunktowanie na stronie 22. Jednocześnie wymienione tu kwestie mają charakter usprawniający, a nie strategicznie zmieniający funkcjonowanie rynku.

Pracodawcy
Rzeczypospolitej Polskiej
ul. Brukselska 7
03-673 Warszawa

MINISTERSTWO FINANSÓW
BIURO PODAWCZE

Wpł. 2019 -03- 26

Dep. H zał.

Pan Rotu Noweli
Podsekretarz stanu
Ministerstwo Finansów