

RAPORT

Czy grozi nam rozwój piramid finansowych?

Spis treści

Wstęp	strona 2
Uczestnicy debaty	strona 3
Wprowadzenie	strona 4
Konkluzje	strona 5
Jakie instrumenty mogą stanowić bezpieczną alternatywę dla depozytów bankowych i w jaki sposób stymulować ich rozwój?	strony 6— 11
Jak zapewnić bezpieczeństwo oszczędzania instrumentów alternatywnych	strony 12 — 17

Wstęp

Obecnie lokując pieniądze w bankach przeżywamy rozczarowanie, depozyty bankowe praktycznie przestały przynosić jakiejkolwiek odsetki, co przy wysokiej inflacji powoduje, że posiadanie oszczędności generuje koszty. A z każdej strony słyszymy, że powinniśmy oszczędzać na emeryturę. Komu można powierzyć pieniądze w warunkach niskich stóp procentowych i wysokiej inflacji. W celu przedyskutowania tych kwestii Klub Odpowiedzialnych Finansów zorganizował debatę „Czy grozi nam rozwój piramid finansowych”

Debata składała się z dwóch części. Pierwsza dotyczyła tematyki instrumentów, które mogłyby stanowić bezpieczną alternatywę dla depozytów bankowych i w jaki sposób należałoby stymulować ich rozwój. Druga część odnosiła się do problemu zapewnienia bezpieczeństwa oszczędzania poza systemem bankowym.

Cały przebieg dyskusji stanowi treść Raportu, który w imieniu Klubu Odpowiedzialnych Finansów mam przyjemność Państwu udostępnić. Wszystkie zebrane w niniejszym Raporcie wypowiedzi zostały autoryzowane.

Raport zostanie przekazany m.in. regulatorom rynku finansowego i organizacjom zaangażowanym w ochronę konsumentów.

W imieniu Klubu Odpowiedzialnych Finansów chciałam podziękować uczestnikom biorącym udział w Debatie jak i wszystkim obserwującym tą dyskusję.

Cały przebieg Debaty dostępny jest na stronie:

https://www.youtube.com/watch?time_continue=1&v=I59yZAcTbKw&feature=emb_logo .

Agata Kwaśniak

Lider Klubu Odpowiedzialnych Finansów

przy Europejskim Kongresie Finansowym

Prowadzenie:

Agata Kwaśniak – Lider Klubu Odpowiedzialnych Finansów

Paneliści:

Piotr Biernacki - vice prezes Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych

Krzysztof Borusowski - Prezes Zarządu Best SA

Wojciech Lipka – Ekspert w zakresie ocen ratingowych

Tomasz Mironczuk – Prezes Instytutu Rynku Finansowego

Dr hab. Bolesław Rok – Katedra Przedsiębiorczości i Etyki w Biznesie, Akademia Leona Koźmińskiego,

Wprowadzenie

Przeregulowanie rynku do niczego nie doprowadzi, natomiast musimy zapewnić inwestorom o różnym apetycie na ryzyko różne możliwości inwestycyjne. To oczywiście nie jest bezpośrednio rozwiązanie, lecz raczej postulat regulacyjny, abyśmy nie zmięrzali w kierunku zacieśniania regulacji. Po każdej aferze pojawiają się propozycje zacieśniania regulacji i efekt jest taki, że uderza to w zdrową część rynku i absolutnie nie zapobiega kolejnym aferom

Piotr Biernacki

Rynek jest jak ocean. Są w nim rafy koralowe, wśród których kwitnie bujne życie i pływają małe rybki, ale pamiętajmy, że tam gdzie przy powierzchni pływają również rekiny, które lubią te małe rybki zjadać.

Taka jest natura rynku i z tym nie ma co walczyć.

Moim zdaniem, dużo ważniejsze jest, aby zbudować odpowiednią świadomość konsumentów

Krzysztof Borusowski

Paradoks polega na tym, że rzeczywistość robi nam się coraz bardziej skomplikowana. Regulatorzy usiłują ująć tę rzeczywistość w ramy przepisów ... z drugiej strony mamy sytuację, że jest wielka tęsknota za prostotą oceny, nie są to do końca zbieżne kierunki natomiast na szczęście nie są to kierunki wykluczające

Wojciech Lipka

Inflacja w Polsce ostatnio wynosi 3% i więcej z ryzykiem dalszego wzrostu. W związku z tym budowanie bezpiecznych instrumentów zarówno do oszczędzania jak i inwestowania jest trudne i obciążone ryzykiem. Przy inwestowaniu musi być jakiś sposób certyfikacji, ratingów. Wprowadzenie zabezpieczeń, które pozwalają wyeliminować instrumenty które nie są przeznaczone dla inwestorów posiadających wiedzę o rynku i doświadczenie

to powinna być nasza troska

Tomasz Mironczuk

Nie chodzi jednak o nadmiar regulacji tylko o mądre regulacje, a z tym mamy wielki kłopot. Jednocześnie skala złych praktyk jest zatrważająca. Mówicie tu, że ryzyko oszustw raczej się zmniejsza.

Nie zgadzam się z tym, uważam, że ryzyko oszustw jest ciągle bardzo wysokie, a szeroko rozumiane bezpieczeństwo naszych oszczędności jest niewystarczające

Dr hab. Bolesław Rok

Rozwój piramid finansowych jest realnym zagrożeniem, ze względu na

- ◆ brak kongruencji makroekonomicznych parametrów , co zaburza prawidłowe funkcjonowanie rynku,
- ◆ niski poziom edukacji finansowej społeczeństwa,
- ◆ nadmiarowość regulacji sprzyjającą nieprzejrzystości rynku i nieczytelności przekazu dla inwestorów,
- ◆ brak prostego systemu adresowania i certyfikowania produktów inwestycyjnych,
- ◆ brak mechanizmów zapewniających zbieżność celów sprzedawcy i nabywcy produktów inwestycyjnych
- ◆ niedostateczny poziom propagowania standardów uczciwego i etycznego zachowania wszystkich uczestników rynku finansowego,
- ◆ nieefektywny system prawny osłabiający sprawność funkcjonowania rynku finansowego

Konkluzje

Jakie instrumenty mogą stanowić bezpieczną alternatywę dla depozytów bankowych i w jaki sposób stymulować ich rozwój?

Krzysztof Borusowski

Zacznę kontrowersyjnie - tezę, że nie ma bezpiecznych papierów, łącznie z obligacjami Skarbu Państwa, niegdyś reklamowanymi jako superbezpieczna lokata. Zwracano już jednak uwagę, że to nie jest w 100% pewne. Jako szef spółki giełdowej, będącej emitentem obligacji, mam generalnie problem z polskim rynkiem, jego transparentnością, jego jakością, jego głębiokością, czasem z jakością jego kadr.

Przygotowując się do dzisiejszego spotkania wynotowałem sobie kolejne afery. Pierwsza: Bezpieczna Kasa Oszczędności/Lech Grobelny (lata 1989-1990) – mówimy o 2,5/2,6 mln zł (po denominacji), czyli w porównaniu z tym, co działo się później, dosłownie symboliczne kwoty. Potem była afery WGI (1999-2006) i kwoty rządu 300 mln zł, następnie Interbrok (1998-2007) – 260 mln zł, AmberGold (2009-2012) – 851 mln zł, SKOK Wołomin (2015) – 2,2 mld zł i GetBack – ponad 2 mld zł w samych obligacjach, nie licząc tych, którzy zainwestowali w akcje. Rynek nigdy nie będzie bezpieczny i tworzenie utrudnienia bezpiecznego rynku jest pierwszym grzechem popełnianym przez regulatorów, zarówno w Polsce, Stanach Zjednoczonych czy Europie.

Rynek jest jak ocean. Są w nim rafy koralowe, wśród których kwitnie bujne życie i pływają małe rybki, ale pamiętajmy, że tam gdzie przy powierzchni pływają również rekiny, które lubią te małe rybki zjadać. Taka jest natura rynku i z tym nie ma co walczyć.

Moim zdaniem, dużo ważniejsze jest, aby zbudować odpowiednią świadomość konsumentów, żeby trochę im wyperswadować pomysły typu: ok, usiądę do komputera, wejdę na stronę internetową, bez pośredników, zaoszczędzę na prowizji, nakupe akcje i obligacje lub czegoś jeszcze. Zupełnie inną świadomość ma inwestor, który ma 500 zł w kieszeni, bo to też jest inwestor i te 500 zł jest dla niego tak samo ważne, jak dla dużego gracza 50 mln, czy 100 mln zł. Ale dla takiego inwestora powinna być inna ścieżka, a dla dużych inwestorów inna. Generalnie problemem jest fakt, że nawet jak mamy ustawodawstwo, to ono nie jest egzekwowlane. Większość zapisów kodeksu spółek handlowych jest zapisana „na miękko”, to znaczy nie ma mocnych sankcji. Przypomina to trochę sytuację zgubionego płaszcza w szatni z filmu „Miś”. Część z Państwa pewnie pamięta: „Nie mamy pańskiego płaszcza i co pan nam zrobi”. Jestem obecnie w podobnej sytuacji. Moja spółka jest inwestorem w innej giełdowej spółce, gdzie rozsiadł się inwestor, który lekceważy prawa akcjonariuszy mniejszościowych. Nie ma sposobu na wyegzekwowanie swoich praw, a w sądach sprawy toczą się po 4, 5, 8 lat. Po czterech latach niektóre z moich spraw w ogóle nie ruszyły z miejsca, to znaczy, że nie było wyznaczonego ani jednego terminu rozprawy. Sprawy w zakresie podważenia uchwał walnego zgromadzenia powinny być rozstrzygane w ciągu maksymalnie pół roku, wtedy to ma jakiś sens. Jakie znaczenie będzie miało cofnięcie zatwierdzenia sprawozdań finansowych po ośmiu latach?

Muszę powiedzieć, że GetBack jest taką bardzo symptomatyczną figurą na polskim rynku kapitałowym, bo cała nasza branża rozumiała, że to

musi być piramida finansowa, od samego początku. Natomiast poprzez bardzo sprytną politykę informacyjną, ogromne nakłady na public relations, te informacje, które dochodziły na rynek, były zupełnie inne: świetna firma, która „wymyśliła koło” i jest w stanie płacić trzy do pięciu razy więcej za obligacje, a nawet więcej, niż doświadczeni emitenci, tacy jak moja spółka czy Kruk lub inne firmy z tego sektora. To jest ta istota sprawy – pojawia się nagle wiara w „hulaj dusza piekła nie ma”, to znaczy pieniądze biorą się ze ściany albo z przełomowych odkryć. Oczywiście nikt nie rozumie istoty tych odkryć, ale pieniądze na ten cel płyną bardzo szerokim strumieniem. I chcę bardzo wyraźnie podkreślić, że nie jest to tylko specyfika polskiego rynku, bo takie rzeczy zdarzają się też w Stanach Zjednoczonych, pamiętamy np. Enron, a potem był Madoff, czy cudowny system do robienia testów z krwi Theranos, gdzie sprytna pani zarządzająca ściągnęła z rynku dziesiątki milionów dolarów od największych tuzów. To pokazuje, że rynek nigdy nie będzie bezpieczny. Natomiast z drugiej strony jest bardzo dużo rzeczy, które powinniśmy zrobić na polskim rynku, aby ten rynek był przede wszystkim transparentny, reguły były egzekwowalne, bo bez tego jak to się mówi: „w mętnej wodzie...”, nie będę kończył.

Wojciech Lipka

Ja myślę, że to co po pierwsze powinniśmy wprowadzić, to rozdzielić dwie rzeczy; oszczędzanie i inwestowanie, dlatego, że te inwestowanie zawsze powiązane jest z ryzykiem i problemem jest w jaki sposób to ryzyko wycenić, tak aby ta inwestycja i zwrot z tej inwestycji był w jakimś stopniu skorelowany z ryzykiem. Oczywiście różne są ryzyka, ale jest pytanie: czy jest obszar, w którym możemy korzystając w pewnym sensie z niskich stóp procentowych i tego, że polityka NBP doprowadziła do sytuacji, w której banki a przynajmniej ich część byłaby szczęśliwa, gdyby lokaty odpłynęły. Natomiast pytanie, czy rzeczywiście taki obszar jest. Bo jeżeli popatrzy się na wielkość lokat gospodarstw domowych, to mamy tam gros depozytów a 'vista i w mojej opinii to nie jest obszar do zagospodarowania innego niż po prostu rzeczywiście banki. Natomiast jest sfera lokat terminowych i widać, że tutaj oszczędzający zachowują się racjonalnie, bo od paru miesięcy ta wielkość spada. W miarę wygasania lokat one są wycofywane, przepływają gdzie indziej, Tylko, o ile oszczędności bankowe są chronione całym systemem gwarancji, chociaż zgadzam się w pełni z Prezesem Borusowskim, że nic nie jest 100% bezpieczne i nic 100% pewne oprócz podobno śmierci i podatków. Natomiast w tej chwili, to co rzeczywiście było kiedyś taką opoką i alternatywą depozytów bankowych, czyli obligacje skarbowe, też rodzą znaki zapytania, tym niemniej one na tej krzywej ryzyka lokują się bardzo blisko depozytów a potem, jeżeli idziemy dalej zwiększając ryzyko i wchodzimy w obszar instrumentów dłużnych korporacyjnych to od razu mamy pytanie takie: czy rzeczywiście rozsądne jest wpuszczać na ten obszar bezpośrednio, czy też zachęcać do aktywności

Jakie instrumenty mogą stanowić bezpieczną alternatywę dla depozytów bankowych i w jaki sposób stymulować ich rozwój?

Jakie instrumenty mogą stanowić bezpieczną alternatywę dla depozytów bankowych i w jaki sposób stymulować ich rozwój?

indywidualne osoby, inwestorów z tymi przysłowiowymi 500 złotymi, których należy oczywiście docenić i szanować, tylko pytanie czy oni powinni te instrumenty bezpośrednio kupować? Ja twierdzę, że nie i mam nadzieję, że będę mógł to w dalszej części rozwinąć. A więc wydaje się, że pole do zwiększenia popytu na instrumenty rynku kapitałowego jest, ryzyko oszustw na tym rynku się zmniejszyło w ciągu ostatnich lat, regulatorzy zacieśnili przepisy na tyle, że wydaje mi się, że tak wielkich afer, jakie zdarzyły się w ciągu ostatnich kilku lat nie będzie. Tym niemniej zawsze się będą zdarzały jakieś mniejsze oszustwa i to jest bolączka, ale ludzie się kierują przede wszystkim chęcią zarobienia, w związku z tym te cudowne różne sposoby zarabiania będą na pewno eksploatowane. Jednak bardziej kluczowe jest tak naprawdę ryzyko kredytowe i umiejętność objaśnienia tego ryzyka i wyedukowania inwestorów, żeby te ryzyko nie tyle sami mierzyli, bo nie zawsze są w stanie to zrobić, ale rozumieli co jest za całym systemem oceny ryzyka i ocen chociażby ratingowych.

Tomasz Mironczuk

Ja się na początek nie zgodzę z Panem Wojciechem Lipką a 'propos bezpieczeństwa i ryzyka oszustw. W mojej opinii ryzyko oszustw i inwestycji, które są de facto jakąś formą nieświadomej spekulacji na zupełnie nieznanym ryzyku, rośnie. Ja jako osoba prywatna coraz częściej dostaję oferty różnych firm albo pośrednictwa finansowego, które to nie są ani biurami maklerskimi, ani TFI albo firm, które są firmami inwestycyjnymi realizującymi inwestycje w nieruchomościach. Ofertami od tych firm są udziały w spółce albo pożyczki do spółki. Tych ofert pojawia się coraz więcej.

Moje obawy są takie, że ryzyko nietrafionych inwestycji a wręcz oszustw rośnie. Sytuacja, którą mamy w Polsce - i tutaj obaj Panowie wspominali politykę NBP - jest szczególna. Przy stopach NBP na poziomie 0% p.a. (w przeciwieństwie do krajów strefy EUR, w przeciwieństwie do Japonii, Szwajcarii) złotówka nie jest walutą rezerwową i inflacja w złotówce nie jest bliska „0”. Inflacja w Polsce ostatnio wynosi 3% i więcej z ryzykiem dalszego wzrostu. W związku z tym budowanie bezpiecznych instrumentów zarówno do oszczędzania jak i inwestowania jest trudne i obciążone ryzykiem. Przy inwestowaniu musi być jakiś sposób certyfikacji, ratingów. Wprowadzenie zabezpieczeń, które pozwalają wyeliminować instrumenty które nie są przeznaczone dla inwestorów posiadających wiedzę o rynku i doświadczenie to powinna być nasza troska.

Rozpatrując co mamy dostępne jako potencjalni oszczędzający albo inwestorzy to oczywiście zauważamy depozyty w bankach. Tutaj Pan Wojciech Lipka powiedział, że mamy cały system gwarantowania. Tylko proszę Państwa, jeżeli w wyniku decyzji banku centralnego ludzie świadomie wycofują swoje pieniądze ze środków terminowych i przenoszą na rachunki bieżące to ryzyko, że mogą je wycofać z banku wzrasta. Całe ryzyko systemu wzrasta. Nie ma takiego systemu gwarantowania, który jest w stanie obronić cały system bankowy, gdy coś się stanie na większą skalę. Pierwsza rzecz to budowanie bezpieczeństwa w systemie bankowym. Jeżeli cały system bankowy będzie się finansował depozytami bieżącymi konsumentów czy firm, to w mojej opinii nie jest to model bezpieczny. Co z tego, że banki pokazują w modelach płynności, że to jest stabilne. Może jest stabilne w największym i najbezpieczniejszym banku, ale już w tych następnych mogą być problemy.

Abstrahując od depozytów w bankach, warto budować inne instrumenty finansowe takie jak jednostki funduszy inwestycyjnych i obligacje.

Warto dywersyfikować – zarówno od strony pozyskujących finansowanie jak również warto klientom i inwestorom pokazywać różne bezpieczne formy inwestowania. Ja jestem zwolennikiem obligacji i funduszy inwestycyjnych.

Prezes Borusowski na początku wymienił kilka afer. W tych aferach brakowało ostatniej afery TFI, sprzed 3 miesięcy, gdzie wycena aktywów była na 400 mln a okazało się, że to jest warte zdecydowanie mniej. Budując bezpieczeństwo inwestycji w obligacje lub w TFI ja dochodzę do wniosku, że albo musi być obowiązkowy system ratingowy albo odpowiedzialna wycena. System ratingowy dobrze działający jest trudny do wdrożenia. Konieczna jest druga rzecz - odpowiedzialna wycena. Zarówno w przypadku GetBacku jak i AmberGold, Interbroka, WGI zawiodła poprawność wyceny. Proszę zauważyć, że w przypadku GetBacku było bardzo dużo publicznych informacji, które sugerowały, że wycena obligacji nie jest tam, gdzie być powinna.

Do czego zmierzam? Jestem zwolennikiem promowania rynku kapitałowego długu z takim obowiązkiem, że jeżeli jest agent emisji, to powinien on zapewnić w trakcie życia obligacji tak zwaną animację rynku i powinien być zawsze gotów stanąć i kupić lub sprzedać dany instrument, za który ręczy. Moje obserwacje wskazują, że wszystkie kryzysy, które były do tej pory polegały na tym, że wszystkim się wydawało, że dany instrument finansowy jest warty wiele, a potem się okazywało, że jest wart ułamek tego. Reasumując jestem zwolennikiem tego, żeby promowano rynek kapitałowy długu i również, aby na tej bazie rozwijał się rynek funduszy inwestycyjnych. Natomiast i w jednym i w drugim przypadku musi być bardzo silny mechanizm wymuszający obiektywność wyceny. Powinno to być dokonane przez system wyceny rynkowej: notowanie takiego instrumentu, obowiązkowe animowanie rynku. Może to również być realizowane poza systemem publicznym obrotu, gdzie musi być podmiot, który jest zobowiązany do wyceny i ponosi pełną odpowiedzialność finansową za jej rzetelność. To moja opinia w pierwszej części

Jakie instrumenty mogą stanowić bezpieczną alternatywę dla depozytów bankowych i w jaki sposób stymulować ich rozwój?

Jakie instrumenty mogą stanowić bezpieczną alternatywę dla depozytów bankowych i w jaki sposób stymulować ich rozwój?

Piotr Biernacki

Mam kilka propozycji, które poprawiłyby bezpieczeństwo na rynku finansowym, przy czym niektóre z nich mogą zadziałać w dłuższym horyzoncie czasowym, a inne w krótszym. Najlepszym rozwiązaniem byłoby prowadzenie dobrej edukacji finansowej od najmłodszych lat, ale to jest mechanizm, który przyniesie skutki za 30-40 lat. Niestety nasze społeczeństwo jest bardzo słabo wyedukowane finansowo. Wysoki poziom edukacji finansowej nie spowodowałoby sam w sobie, że afer nie byłoby w ogóle, ale dużo więcej osób zwracałoby uwagę na sytuację, w której dostają jakąś propozycję lub ofertę inwestycyjną pochodzącą na przykład od podmiotu nieprofesjonalnego. Ostatecznym rozwiązaniem w zakresie bezpieczeństwa jest właśnie dobra edukacja finansowa, ale jak wspominałem jest to mechanizm, który zadziała, jeżeli będzie konsekwentnie stosowany przez kilkadziesiąt lat.

W zakresie rozwiązań krótkoterminowych chciałbym podkreślić, że nie możemy przeregulować rynku. Rynek został już przeregulowany, mamy MIFID II, który miał zapewnić pełne bezpieczeństwo wszystkim inwestorom nieprofesjonalnym, i tego celu nie osiągnął. Przeregulowanie rynku do niczego nie doprowadzi, natomiast musimy zapewnić inwestorom o różnym apetycie na ryzyko różne możliwości inwestycyjne. To oczywiście nie jest bezpośrednie rozwiązanie, lecz raczej postulat regulacyjny, abyśmy nie zmięrzali w kierunku zacieśniania regulacji. Po każdej aferze pojawiają się propozycje zacieśniania regulacji i efekt jest taki, że uderza to w zdrową część rynku i absolutnie nie zapobiega kolejnym aferom.

Jednym skutecznym działaniem byłaby likwidacja prowizji za sprzedaż jakichkolwiek instrumentów finansowych lub powiązanie tej prowizji z zyskiem z danej inwestycji i wypłacanie jej w schemacie skorelowanym z czasem życia produktu finansowego. Dzięki temu interes każdego, kto pośredniczy w sprzedaży produktów inwestycyjnych, byłby spójny z interesem klienta.

Ostatni postulat dotyczy brakuącego dziś systemu oznaczania ryzyka dla produktów finansowych i inwestycyjnych. Celowo nie używam słowa „rating”, bo chodzi mi o system, który byłby tak prosty jak Ecolabel lub system klas efektywności energetycznej produktów. Każdy konsument w Polsce, w Portugalii, Grecji, Szwecji lub dowolnym innym kraju UE, jeśli pójdzie do sklepu AGD kupić lodówkę to znajdzie na niej naklejki z kolorowymi paskami, które oznaczają klasę energetyczną danego produktu. Każdy klient rozumie ten system, wszyscy mieszkańcy Unii Europejskiej nauczyli się go, działa on wszędzie w ten sam sposób. Oczywiście w pewnym zakresie ten system typu Ecolabel będzie przenoszony na rynek finansowy poprzez rozporządzenie o taksonomii i rozporządzenie o ujawnieniach dotyczących zrównoważonego rozwoju, ale niestety regulator nie pomyślał o tym, aby rozciągnąć ten system na ocenę ryzyka. Jeżeli dla przeciętnego konsumenta istniałby system, który by w bardzo prosty sposób pokazywał jakie jest ryzyko danego produktu inwestycyjnego czy finansowego, to też mogłoby zdecydowanie ułatwić zapobieganie przyszłym nieprawidłowościom na rynku.

Dr hab. Bolesław Rok

Rzeczywiście jest tak, że o naprawie rynku finansowego dyskutujemy od dawna. Dyskusje są coraz ciekawsze, przynajmniej te w których uczestniczę lub które słucham, ale rzeczywistych zmian w postawach uczestników jest zbyt mało. Po 30 latach rozwoju rynku usług finansowych nadal dyskutujemy o tak podstawowych rzeczach jak uczciwość wobec klientów. I nadal mamy z tym problem. Pojawiają się ze strony instytucji finansowych różne deklaracje o wartościach, o etyce i odpowiedzialności. Powtarzane są postulaty, co choćby tutaj słyszeliśmy, o tym, że istnieje potrzeba lepszej edukacji konsumentów. Być może gdybyśmy 30 lat temu zaczęli poważnie podchodzić do edukacji finansowej, to teraz nie musielibyśmy mówić, że nadal to jest barierą rozwoju. Oczywiście, ciągle też pojawiają się oczekiwania i postulaty dotyczące lepszego nadzoru nad rynkiem finansowym. One zazwyczaj przez uczestników rynku od razu są krytykowane, odrzucane pod hasłem „i tak rynek jest przeregulowany”. Nie chodzi jednak o nadmiar regulacji tylko o mądre regulacje, a z tym mamy wielki kłopot. Jednocześnie skala złych praktyk jest zatrważająca. Mówicie tu, że ryzyko oszustw raczej się zmniejsza. Nie zgadzam się z tym, uważam, że ryzyko oszustw jest ciągle bardzo wysokie, a szeroko rozumiane bezpieczeństwo naszych oszczędności jest niewystarczające. Oczywiście, możemy domagać się różnych rozwiązań, ale ciągle wracamy do mówienia o podstawach: na czym polega w ogóle etyczne zachowanie w świecie finansów. Bardzo często to zachowanie sprowadzamy tylko do uczciwości wobec klientów, tej postulowanej, tej której właśnie brakuje. Przykładem jest deklaracja odpowiedzialnej sprzedaży, która powstała ostatnio między innymi z inicjatywy Grupy ANG. Tam się przyjmuje, że ta odpowiedzialna sprzedaż to jest podstawa, dzięki której klient powinien otrzymywać za godziwą cenę produkt, którego naprawdę potrzebuje, który rozumie i na który go stać. Zgadzam się w pełni z tą zasadą, ale dlaczego dopiero teraz powstała taka deklaracja i w dodatku tylko 2 czy 3 podmioty się podpisały pod nią, przechodząc audyt. Słyszymy coraz częściej o różnych etycznych zasadach w ramach kultury organizacyjnej instytucji finansowych, czy to związanych z transparentnością w zakresie raportowania, również niefinansowego, czy też z zarządzaniem różnorodnością lub „depapieryzacją” w ramach troski o środowisko. Ale ciągle powraca temat najbardziej podstawowy, właśnie kwestia uczciwości wobec klientów. Tu nadal mamy wątpliwości, na czym ma polegać taka uczciwość. Można dużo mówić o edukacji, ale moim zdaniem edukacji etycznej wymaga sam rynek finansowy, a nie konsumenci usług finansowych. To menedżerowie instytucji finansowych powinni być lepiej przygotowani do spełniania swej służebnej roli, a nie tylko do tego by maksymalizować interes swój własny i akcjonariuszy. Bo istotą branży finansowej jest współdziałanie na rzecz podejmowania czy też rozwiązywania istotnych wyzwań przed którymi wszyscy stoimy, także tych związanych z koniecznością przeciwstawienia się nadciągającym kryzysom. W Polsce to jest ciągle odległy temat, a zamiast tego rozmawiamy znów o tym, czy będzie więcej czy mniej oszustw, bo nie wprowadziliśmy podstawowych zasad. Ta krótkowzroczność naprawę jest przerażająca.

Jakie instrumenty mogą stanowić bezpieczną alternatywę dla depozytów bankowych i w jaki sposób stymulować ich rozwój?

Jak zapewnić bezpieczeństwo oszczędzania instrumentów alternatywnych?

Piotr Biernacki

Po pierwsze ważna jest pełna przejrzystość, kto zarabia na decyzji inwestora. Klient udający się do sprzedawcy produktu finansowego lub inwestycyjnego powinien móc dowiedzieć się, ile ten sprzedawca zarabia na każdym z oferowanych mi produktów. Jeżeli będę miał pełną wiedzę na ten temat, to mogę sobie wyrobić zdanie, czy podążę za rekomendacją sprzedawcy, czy nie. Wiąże się to w pewien sposób z moich wcześniejszym postulatem likwidacji prowizji lub ich powiązania w czasie z zyskiem z danego instrumentu finansowego. Druga informacja niezbędna dla inwestora nieprofesjonalnego lub mniej profesjonalnego to wiedza o tym, co będą finansowały jego zainwestowane pieniądze. Tu sytuacja jest zupełnie inna, jeżeli mówimy o nabyciu akcji lub obligacji jednej spółki, a zupełnie inna, jeżeli chodzi o kupno takiego agregatu, jakim jest fundusz inwestycyjny. Jednak także w takiej sytuacji klient powinien mniej więcej wiedzieć co będą jego pieniądze finansować. Wówczas może świadomie podjąć decyzję, że chce, aby zainwestowane przez niego środki zostały przeznaczone na taki lub inny cel. Do tej informacji klient może dołożyć swoje wyobrażenia lub wiedzę na temat potencjalnych ryzyk, scenariuszy rozwoju. Oczywiście im bardziej kompetentny, wykształcony, posiadający głębszą wiedzę inwestor, tym bardziej mógłby skorzystać z informacji na temat tego, co finansuje jego inwestycja i kto poza nim na niej zarabia. Ale uważam, że w każdym przypadku, każdemu inwestorowi sprzedawca jest winien te dwie informacje: kto na inwestycji zarabia i co będą finansowały zainwestowane środki. Tutaj postawiłbym kropkę, dlatego, że resztę zostawmy rynkowi. Nie wspominam o tym, że musi istnieć Komisja Nadzoru Finansowego, a na poziomie unijnym musi istnieć ESMA, musi być cały aparat ścigania przestępców i tak dalej. Mówię jedynie o podstawowych mechanizmach, które dotyczą relacji inwestora z podmiotem na rynku finansowym, który oferuje mu produkty inwestycyjne.

Wojciech Lipka

Paradoks polega na tym, że rzeczywistość robi nam się coraz bardziej skomplikowana. Regulatorzy usiłują ująć tę rzeczywistość w ramy przepisów i chociażby tu wspomniana ESMA coraz to rozszerza wymagania w stosunku do agencji ratingowych a z drugiej strony mamy sytuację, że jest wielka tęsknota za prostotą oceny, nie są to do końca zbieżne kierunki natomiast na szczęście nie są to kierunki wykluczające. Jest kilka elementów fundamentalnych; pierwszy to ujawnienie. Emitenci są pod presją ujawniania coraz więcej, problemem jest, jeżeli to ujawnienie jest historyczne, przesunięte w czasie o kilka miesięcy, ale też problemem dla inwestora, szczególnie inwestora indywidualnego jest możliwość oceny tego ujawnienia. Albowiem jest coraz więcej informacji, coraz trudniej wysnuć jakieś wnioski, które byłyby wnioskami kierującymi inwestycje i dającymi ocenę. W związku z tym tu też są potrzebni pośrednicy, którzy coraz większe ilości tych informacji będą przetwarzali, bo to nie są tylko informacje pochodzące od emitentów, ale jak chociażby lockdown pokazał, trzeba coraz więcej przetwarzać masowych informacji o

potencjalnych czy realnych łańcuchach zależności, których do tej pory w ocenie nie brano pod uwagę. Oczywiście pokazał też fundamentalną prawdę; większy więcej może. To zresztą w agencjach ratingowych zawsze było brane pod uwagę, ale też pokazał jak bardzo różnie zareagowały różne biznesy, nie tylko branżowo, ale nawet w obrębie branż. Myślę, że jest to temat do analiz, które będą robione. Tymi pośrednikami są oczywiście agencje ratingowe, bo wbrew pozorom one dają bardzo proste oceny. Problemem jest to, że jeżeli rating jest dobrem rzadkim, a na naszym rynku jest dobrem rzadkim to jest traktowany bardzo często na zasadzie takiej: o, ma rating to świetnie, to znaczy, że jest to bezpieczna inwestycja, vide casus GetBack, do którego możemy się odwołać. Get-Back miał nadane ratingi, ja pomijam zachowanie agencji ratingowych po defaulcie, czy też w momencie defaultu, ale on zawsze miał oceny głęboko spekulacyjne, tyle, że inne elementy usuwały ocenę ratingową w cień. Myślę, że potrzebne są także firmy analityczne, które niezależnie od ratingów będą w stanie dostarczyć rzetelne analizy oparte o przetwarzanie właśnie bardzo różnych informacji z różnych źródeł. Przekonałiśmy się jak wiele cennych źródeł informacji jest na polskim rynku i jak trudne jest ich zagospodarowanie tworząc model oceny ryzyka w Polskiej Agencji Ratingowej, którą miałem przyjemność kierować przez pewien czas. I teraz jeszcze dwie rzeczy: teza, której się trzymam od pewnego czasu jest taka, że w instrumenty, które stają się coraz bardziej skomplikowane, drobni inwestorzy nie powinni inwestować bezpośrednio. Uważam wszystkie inicjatywy dotyczące detalicznych obligacji korporacyjnych za kierunek, który może być wręcz czasami niebezpieczny dla rynku. Natomiast jest kwestia oceny pośredników, jeżeli mówimy na przykład o Assets Managerach, o funduszach inwestycyjnych, to proszę wziąć pod uwagę, że fundusze, które na rynku się prezentują pod tą samą nazwą mają bardzo różny skład aktywów i bardzo różne ryzyko za sobą niosą. Dlatego ocena tylko powierzchowna, nawet w przypadku funduszy rynku pieniężnego, które powinny być najbardziej homogeniczne, może być myląca. W związku z tym powinna zaistnieć też ocena ryzyka, które niosą za sobą pośrednicy. I wreszcie ostaniam rzecz, o której Tomek Mironczuk wspominał, wycena rynkowa to jest clue, wycena rynkowa najczęściej poprzedza o kilka miesięcy zdarzenia rynkowe i to zostało na rynkach dużo bardziej rozwiniętych od polskiego przetestowane, natomiast u nas - w dalszym ciągu, mówię o obszarze instrumentów dłużnych- tej wyceny rynkowej nie ma. I to są wydaje mi się takie filary, na których tę ocenę ryzyka - mówię tu o ocenie ryzyka kredytowego abstrahując od innych elementów ryzyka - można by oprzeć

Jak zapewnić bezpieczeństwo oszczędzania instrumentów alternatywnych?

Jak zapewnić bezpieczeństwo oszczędzania instrumentów alternatywnych?

Krzysztof Borusowski

Jako osoba z długą praktyką na polskim rynku kapitałowym – ten rynek trochę współtworzyłem, bo miałem w swej karierze epizod w Ministerstwie Prywatyzacji, w czasie tworzenia podstawowych instytucji w kraju w latach 90-tych – widzę to tak: rynek jest taki, jacy my jesteśmy. To jest pierwsza podstawowa prawda i powinno być to złotymi zgłoskami zapisane. To znaczy, sam rynek jest instrumentem, to jest mechanizm, narzędzie, tak jak... rower. Na rower można wsiąść dla sportu, dla przyjemności, pojechać z rodziną nad wodę, by odpocząć, ale też można wsiąść, aby pojechać pobić sąsiada lub popełnić inną zbrodnię. Tylko to nie rower jest winny. To człowiek jestem źródłem moralności i o tym naprawdę nie możemy zapominać.

Wiara w instytucję jest wiarą fikcyjną, z czego się bierze nasz dzisiejszy temat. Martwimy się tym, że ludzie, wycofując pieniądze z banków, gdzie je trzymali, by zarabiać na oszczędnościach, zaczną inwestować w przypadkowe rzeczy. Ale czym jest spowodowane wycofanie pieniędzy przez depozytariuszy? To się bierze z oczywistego powodu: mamy w Polsce wysoką inflację i niskie stopy procentowe. Mamy inflację zdecydowanie powyżej celu inflacyjnego, którego utrzymanie jest obowiązkiem numer jeden Narodowego Banku Polskiego. Czyli państwo, które jest zobowiązane z natury rzeczy do ochrony, tej ochrony nas pozbawia. Pomyślmy o innej kwestii, która też jest gwarantowana przez nadzwyczaj stabilną instytucję, jaką jest państwo: emerytury. Aktualnie ZUS oficjalnie podaje, że dla obecnych 40-latków stopa zastąpienia będzie wynosiła 25%, a może być tylko gorzej. Czyli my sami jako państwo nie budujemy struktur, które nas zabezpieczą w zupełnie podstawowej kwestii. A oczekujemy od prywatnych inwestorów, że będą budowali superbezpieczne struktury, widząc jak państwo sobie nie radzi z podstawowymi obowiązkami, emeryturami.

A zatem, rynek jest taki, jacy my jesteśmy i nigdy nie jest za późno na edukację. I to jest absolutnie jedyny kierunek. Na to powinniśmy się wszyscy nastawić od razu, mówić o tym ryzyku. Takie jest życie i nie chodzi tylko o produkty finansowe – jak pójdziemy do restauracji i dostaniemy niesmaczny obiad w wysokiej cenie, to jesteśmy tak samo oszukani, to jest taka sama zasada, tylko nikt o jeden obiad się nie piekli. Mamy też inne produkty, które nie zawsze spełniają nasze oczekiwania. Rynek finansowy nie jest inny pod tym względem. Natomiast w sprawie fundamentów, to jednak rzeczywiście trzeba „uderzyć się w pierś” i zastanowić, jak budować instytucje, aby one cokolwiek znaczyły. Nad agencjami ratingowymi nie chce się pastwić... Doskonale znamy mechanizm, jak tworzony jest rating. Rating opiera się na informacjach, a jeżeli ktoś jest w stanie opowiadać cuda i wszyscy w to wierzymy, to nie dziwny się, że jako ludzkość odchodzimy od racjonalizmu ekonomicznego. Przestaliśmy używać rozumu, bo nam się wydaje, że jakoś to będzie, że ci 40-latkowie będą jednak mieli emerytury, jak osiągną swój wiek emerytalny. Albo skróćmy okres przejścia na emerytury, żeby... no właśnie. Tak jakby nikt nie widział związku przyczynowo – skutkowego.

Analizując to, wszystkie instytucje, które będziemy budowali, a które nie widzą związku przyczynowo – skutkowego, są nic niewarte.

Kolejna rzecz, jeżeli informacje, które wkładamy do systemu, są nic niewarte, to rezultaty są też nic niewarte. Przestrzeganie MAR-u w Polsce służy często tylko łapaniu uczciwych firm na „jakichś przecinkach”. Osobiście jestem stroną sporu, gdzie miałem do czynienia z nierzetelnymi sprawozdaniami finansowymi. Nieprawidłowości były ewidentne i dotyczyły kwestii podatkowych, czyli nie niuansów, a sprawa w sądzie jest od lat. I to dotyczy spółki publicznej. Nie ma systemu egzekucji prawa. Moglibyśmy w kodeksie zapisać nawet dekapitację prezesów spółek, ale czy to coś zmieni, jeżeli nie ma egzekucji zupełnie podstawowych kwestii? Niech to będą trzy rzeczy, jak powiedział Pan Piotr Biernacki, ale żeby to było egzekwowalne. Tego, co brakuje nam tutaj, to rzetelności – rzetelności informacji, rzetelności analizy. Jest też brak autorytetów, bo przepraszam, ale w Polsce człowiek, który skończył uczelnię i ma zaledwie dwa lata pracy za sobą, występuje jako ekspert.

My jako społeczeństwo też jesteśmy w ciekawym momencie – mieliśmy przez 25 lat nieustanny wzrost. Wyrosło całe pokolenie, które nie pamięta o tym, że może być gorzej. Zatem jak takie pokolenie ma analizować rynek kapitałowy? Bywają jakieś afery, co jakiś czas, ale wszystko idzie w górę. Jestem za tym, co powiedział Pan Piotr Biernacki: proste, ale bardzo mocno egzekwowalne regulacje, takie zupełnie pryncypialne. I my powinniśmy przy reorganizacji rynku kapitałowego mówić o zupełnych pryncypalach, bo te wszystkie niuanse tylko zaciemniają obraz, rozmawiamy o pryncypalach: rzetelności i uczciwości.

Tomasz Mironczuk

Odniosę się to tego, co powiedział Pan Krzysztof Borusowski. Fraza „jakoś to będzie” w Polsce jest odnotowywana od XVI, XVII wieku. Historycy na podstawie źródeł pisanych pokazują, że w Polsce zawsze była krótkowzroczność i brak odpowiedzialności za przyszłość. Zapewne teraz też tego doświadczamy. Jesteśmy świadkami, w finansach i na rynku gospodarczym, różnych problemów które przez krótkowzroczność mogą się nasilić. Chociażby kwestia inflacji vs stopy procentowe. Nie jest dobry prognozyk dla naszego przyszłego dobrobytu. Mało tego, to o czym wielu z Panów wspomniało: mamy nieodpowiedzialność, mamy nadmuchane oczekiwania, mamy inflację oczekiwań i przeskok z inflacji oczekiwań na inflację pieniężną często to bywa krok. Panowie Piotr Biernacki i Pan Wojciech Lipka wspomnieli o deklaracjach – oświadczeniach interesariuszy w procesie inwestycyjnym. Mówili, że trzeba mieć oświadczenie, kto jest beneficjentem i jaki pośrednik ma w tym interes. Moja opinia jest taka, że oświadczenia, póki jest to „miękkie” słowo i nie wiąże się to z konsekwencjami finansowymi, jeżeli nie jest to egzekwowalne, są „psu na budę”. Jeżeli nawet sądy nie potrafią tego wyegzekwować, o czym Pan Borusowski mówił tak naprawdę to zaczyna się problem. Sądy powinny być bezpiecznikiem systemu finansowego.

Jak zapewnić bezpieczeństwo oszczędzania instrumentów alternatywnych?

Jak zapewnić bezpieczeństwo oszczędzania instrumentów alternatywnych?

Wróć do mojej tezy, że najskuteczniejsze jest zobowiązanie do wyceny i ponoszenie konsekwencji materialnych z tytułu wyceny. Jako inwestor, czy jako oszczędzający chciałbym wiedzieć, czy jeżeli włożyłem moje pieniądze w inwestycję X lub Y, to czy mogę ją odsprzedać w jakiej kwocie (w jakiej wielkości nominalnej) i po jakiej cenie. A jeżeli nie okaże się to możliwe, to ten kto wcześniej poinformował mnie o cenach niezgodnych z rzeczywistością powinien ponieść konsekwencje nieprawdziwej informacji. To dotyczy afery GetBack, SKOK Wołomin, „drugiego Wołomina”, Lehman Brothers i wielu innych afer, które były i które będą.

Jest jeszcze jedna rzecz. W Polsce tak się paradoksalnie składa, że rynek kapitałowy ma fatalne warunki rozwoju, dlatego, że pieniądź w systemie bankowym jest w mojej opinii zbyt tani. Banki nie są zainteresowane emisjami obligacji. Nie są zainteresowane tym, aby duzi klienci, którzy mogą być na rynku kapitałowym dłużu emitowali obligacje i nie korzystali z płynności banków. Wszystkie transakcje w Polsce związane z finansowaniem są de facto robione przez dług bankowy, pieniądź bankowy jest tani. Rynek kapitałowy który jest transparentny w Polsce się nie rozwija. Proszę zauważyć to co jest na Catalyst to są obligacje fantomowe, które nie mają płynności, za którymi stoi niska płynność. Nie ma aktywnych funduszy inwestycyjnych, które są w innych systemach finansowych naturalnymi profesjonalnymi pośrednikami oceniającymi jakość inwestycji i zbierającymi te inwestycje w zdywersyfikowane koszyki. Fundusze inwestycyjne są w stanie profesjonalnie wyceniać i handlować wieloma instrumentami, „aplikować” je do jednostek funduszy. Dopiero tak przetworzony produkt jest oferowany konsumentom albo innym inwestorom. Namawianie, aby inwestorzy jako osoby indywidualnie inwestowali w obligacje lub akcje w wielu miejscach na świecie jest trudne do wyobrażenia. A u nas to się robi. To nie sprzyja ochronie inwestorów i bezpieczeństwu systemu. To jest pożywka dla piramid finansowych.

I tak a 'propos różnych bezpieczników to podsumowując podkreślę, że w mojej opinii są to efektywne sądy i rzetelna wycena (budowanie rynku kapitałowego dłużu z wycenami), płynność rynku.

Dr hab. Bolesław Rok

Przysłuchując się wypowiedziom Panów odniosłem wrażenie, że nic nie możemy zrobić, że wiara w instytucje jest złudna, że sądy nie działają, czyli brak tego podstawowego „bezpiecznika” na rynku, że sami wewnątrz branży nie potrafimy się porozumieć co do właściwych metod zapewnienia bezpieczeństwa oszczędności i inwestowania. I w dodatku ten rynek jest właśnie taki dzięki i to jest naturalne, jak powiedział Pan Borusowski na samym początku. A odnosząc się do drugiej metafory, to nie wiem, czy bym chciał traktować rynek jako obojętny moralnie instrument, który - tak jak rower - ma tylko służyć do różnych naszych celów. Nie chcę rozpocząć dyskusji o moralności rynku, ale przynajmniej

dobrej jakości tego instrumentu mogę oczekiwać. Używając roweru chciałbym mieć pewność, że opony są solidne i nie pękają, kiedy będę robił ostry zakręt, że przerzutka działa właściwie, a hamulce są niezawodne. Rynek rowerów daje mi taką pewność, mam możliwość by sprawdzić rzetelność, kierując się uznanymi i powszechnie stosowanymi standardami. W przypadku rynku produktów finansowych ciągle tego brakuje, i mam wrażenie - na podstawie wielu takich dyskusji - że to jest dosyć proste do zrobienia a jednak z jakichś powodów ciągle nie udaje się zapewnić całkowicie podstawowych zasad, choćby dotyczących uczciwości wobec klientów. Już przywoływano to powiedzenie, że „w mętnej wodzie dobrze ryby łowić”. Jeżeli ten dziki rynek jest właśnie takim mętным oceanem, to oczywiście, że ci którzy potrafią w takich warunkach zarabiać nie chcą, żeby zmieniać zasady. Mam nadzieję, że Państwu jednak zależy! W dodatku, zmieniają się też postawy i oczekiwania społeczne, dlatego zgodzę się z Panem Piotrem Biernackim, że coraz ważniejsze są np. informacje o tym, na jaki cel idą moje pieniądze, czy wspieram w ten sposób rozwój energetyki opartej na węglu, która zabija nas wszystkich, czy też godzę się na być może mniejszą stopę zwrotu, wiedząc jednocześnie, że w ten sposób np. wspieram rozwój rynku usług dla osób z niepełnosprawnościami. Konsumenci są już znacznie bardziej wyedukowani, potrafią zaufać takiej instytucji finansowej, która przedstawia rzetelne informacje. Rzeczywiście, ta transparentność, tutaj się zgodzę z Panem Borusowskim, jest absolutną podstawą. Ale kto jest w stanie to zapewnić, skoro rynek nie jest gotów, a stosowne instytucje nie działają, tak jak powinny?

Jak zapewnić bezpieczeństwo oszczędzania instrumentów alternatywnych?

Klub
Odpowiedzialnych
Finansów
przy
Europejskim
Kongresie
Finansowym

Inicjatywa Europejskiego Kongresu Finansowego na rzecz wzrostu wiarygodności i odpowiedzialności sektora finansowego, w szczególności opracowywanie zasad, dobrych praktyk i rekomendacji w zakresie:

- ⇒ wiarygodności i stabilności systemu finansowego,
- ⇒ kreowania wartości dla klientów, pracowników, akcjonariuszy i społeczności lokalnych,
- ⇒ przestrzegania zasad corporate governance,
- ⇒ ochrony środowiska naturalnego.



Klub Odpowiedzialnych Finansów
przy Europejskim Kongresie Finansowym

www.fundacjacms.pl
www.efcongress.com

e-mail: agata.kwasniak@fundacjacms.pl