



Data	Numer	Autor
22 października	13/2015	Tomasz Bardziłowski

Podatek od transakcji finansowych – nieszkodliwy zombie czy nokautujący cios dla polskiego rynku kapitałowego?

W kampanii przed wyborami parlamentarnymi padło hasło wprowadzenia nie tylko podatku bankowego, ale również podatku od transakcji finansowych (w skrócie PTF, ang. Financial Transaction Tax, w skrócie FTT). Przestrzegamy przed lekceważeniem potencjalnie destrukcyjnych skutków tego podatku, wskazując przy tym na bardzo wątpliwy efekt budżetowy. Uważamy, że wprowadzenie PTF w Polsce w wysokości 0,14% od akcji oraz 0,07% od instrumentów pochodnych może oznaczać, że po pierwszym ciosie, jakim była antyreforma OFE w 2014 r., polski rynek kapitałowy otrzymałby kolejny, tym razem zapewne jednak nokautujący. Cios w rynek kapitałowy, to nie tylko cios w kilkaset notowanych na giełdzie spółek, zatrudniających setki tysięcy osób, to przede wszystkim zachwianie kluczowego elementu gospodarki, jakim jest efektywna alokacja kapitału na inwestycje i na tworzenie nowych miejsc pracy.

Skąd pomysł na podatek od transakcji finansowych? Temat podatku od transakcji na giełdach, który ukróciłby „spekulacje” giełdowe jest prawie tak stary jak rynki finansowe i pojawia się zwykle po krachach giełdowych (ostatnio po kryzysie finansowym w 2008r.). Jak to niedawno ujął Nicolas Véron, jeden z najbardziej wpływowych europejskich ekonomistów i były doradca francuskiego Ministra Pracy: **„Podatek od transakcji finansowych wraca jak zombie: politykom nie pasuje żeby go całkiem uśmiercić, bo dobrze rezonuje z opinią publiczną, ale też nie chcą go wprowadzić, bo wiedzą, że po prostu wyprze działalność finansową do krajów, które nie mają PTF, a i tak nie przyniesie żadnych istotnych przychodów podatkowych.”**¹

W niniejszej analizie przedstawiamy główne argumenty przeciwko wprowadzeniu PTF w Polsce:

1. **Rażąco negatywne doświadczenia z wprowadzenia PTF w Polsce w 1995 roku**, gdzie wskutek drastycznego spadku obrotów giełdowych i trudności w jego wyliczaniu z podatku wycofano się po kilku miesiącach, i w Szwecji w 1984r., gdzie zebrany podatek nie przekroczył 5% zakładanych przychodów, jednocześnie destrukcyjnie wpływając na krajowy rynek kapitałowy - handel szwedzkimi akcjami przeniósł się na rynki zagraniczne, a rynek obligacji w praktyce przestał istnieć.
2. Nasze szacunki wskazujące, że w **wyniku wprowadzenia PTF w wysokości 0,14% od akcji, obroty na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie spadną o ok. 50%, a przy podatku 0.07% rynek instrumentów pochodnych przestanie istnieć**. Komisja Europejska ostrzega, że przy stawce PTF w wys. 0.01% spadek obrotów instrumentami pochodnymi wyniesie 75%-90%. Akademy (Schulmeister, 2009) zakładają, że przy wprowadzeniu

¹ Financial Times; January 22, 2015; France seeks to revive European financial transactions tax; Alex Barker and Philip Stafford

jednolitego PTF o stawce 0.1% wolumen transakcji finansowych spadnie o 75%. Zwracamy uwagę, że jeśli handel polskimi akcjami przeniesie się na platformy zagraniczne, np. na platformę Turquoise należącą do London Stock Exchange, to spadek obrotów na GPW w Warszawie może przekroczyć 50%. Uważamy, że zanikająca płynność na rynku wtórnym zablokuje pierwotny rynek emisji akcji, co zamknęłoby drogę do pozyskiwania na GPW kapitału dla tych polskich przedsiębiorstw, których od GPW nie odstraszyła jeszcze ubiegłoroczna antyreformacja OFE. Utrudnienie dostępu do giełdowego finansowania będzie negatywnie wpływać na poziom inwestycji polskich przedsiębiorstw, co spowolni proces tworzenia nowych miejsc pracy. Dotknie to szczególnie obszaru innowacyjnych przedsiębiorstw i nowych technologii, którym banki bardzo niechętnie udzielają kredytów.

3. **Wątpliwe przychody podatkowe i prawdopodobny spadek netto przychodów budżetowych, na skutek spadku przychodów z podatku Belki oraz braku dywidendy z GPW SA.** O ile plany dotyczące wprowadzenia PTF w Polsce mówią o szacunkowych przychodach w wys. 1,7 mld zł, według naszej 1 Financial Times; January 22, 2015; France seeks to revive European financial transactions tax; Alex Barker and Philip Stafford 2 analizy podatek z rynku akcji ustalony na poziomie 0,14% przyniesie przychody ok. 300 mln zł (a przy stawce podatku 0,07% rynek pochodnych przestanie istnieć, więc o żadnych istotnych przychodach podatkowych z tego źródła nie może być mowy). Co więcej, może okazać się, że wprowadzenie PTF w Polsce przyniesie ujemny efekt budżetowy, głównie ze względu na prawdopodobne drastyczne obniżenie wpływów z giełdowej części podatku Belki, które dały budżetowi 774 mln zł w 2013r. i 908 mln zł w ciągu 11 miesięcy 2014r.
4. **Dodatkowym argumentem jest malejące prawdopodobieństwo wprowadzenia PTF na szczeblu Unii Europejskiej, szczególnie biorąc pod uwagę fakt, że jednym z priorytetów Komisji Europejskiej staje się właśnie pobudzenie rozwoju rynku kapitałowego.** Stanowczy sprzeciw m.in. USA i Wielkiej Brytanii powoduje, że wprowadzenie PTF na szczeblu regionalnym bądź lokalnym byłoby klasycznym „strzałem w stopę”, powodującym emigrację działalności finansowej do krajów bez PTF. W naszej analizie wskazujemy na niedawną zupełną zmianę retoryki w Komisji Europejskiej – zauważenie przepaści w rozwoju innowacyjnych firm między USA a UE i wskazanie relatywnego niedorozwoju rynków kapitałowych w krajach UE, jako jedną z przyczyn niskiej innowacyjności gospodarek UE².

1. Geneza: PTF stanowczo odrzucony na szczeblu globalnym, ale wciąż „straszy”.

PTF jako „kara” za kryzys finansowy miał zostać wprowadzony na szczeblu globalnym...

Po kryzysie finansowym z 2008r. pojawiło się wiele inicjatyw mających obciążyć sektor finansowy, obwiniany za spowodowanie kryzysu (w niniejszej analizie abstrahujemy od rozważań na ten temat, zwracając uwagę na obszerną empiryczną literaturę, która wskazuje na liczne błędy w polityce gospodarczej największych gospodarek świata, które przyczyniły się do wybuchu kryzysu, patrz np. Taylor 2009³, Mian i Sufi 2008⁴, czy Calomiris i Haber 2014⁵). Jedną z inicjatyw, mających na celu „eliminację nadmiernych spekulacji finansowych” oraz zmuszenie sektora finansowego do zwrotu kosztów pomocy bankom, było właśnie wprowadzenie globalnego podatku od transakcji

² Firm's innovative performance and growth – Evidence and research questions; Fernando Hervás; Komisja Europejska; Bruksela 2012

³ The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong; John B. Taylor; Cambridge 2009

⁴ The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis; Amir Sufi, Atif Mian; University of Chicago Graduate School of Business; 2008

⁵ Fragile by Design: The Political Origins of Banking Crises and Scarce Credit; Charles W. Calomiris & Stephen H. Haber; Princeton Press 2014

finansowych. Uznano przy tym, że podatek powinien być wprowadzony globalnie na wszystkich rynkach, gdyż w przeciwnym razie nastąpi ucieczka inwestorów z giełd opodatkowanych do nieopodatkowanych.

... ale został odrzucony, m.in. przez USA na szczycie G20 w Toronto.

Propozycja globalnego podatku od transakcji finansowych została jednak odrzucona w czasie szczytu G20 w Toronto w 2010 roku, ze względu m.in. na opozycję USA, Kanady i Australii. Pomimo tego, władze Unii Europejskiej zdecydowały o kontynuacji badań nad zasadnością wprowadzenia PTF w krajach członkowskich. Pierwszą oficjalną propozycję Komisji Europejskiej dotyczącą podatku od transakcji finansowych w UE przedstawiono we wrześniu 2011r.⁶ Celami stawianymi przed nowym obciążeniem były:

- stworzenie przez kraje członkowskie wspólnej, skoordynowanej polityki dot. podatku,
- wymuszenie na sektorze finansowym rekompensaty za pakiety ratunkowe i wykupy (finansowane środkami publicznymi),
- ograniczenie skali spekulacji na rynkach finansowych,
- zachęcenie reszty państw na świecie do podobnych rozwiązań.

Proponowane stawki PTF na poziomie UE określono na poziomie 0,1% od obrotu kasowego (akcje, obligacje) oraz 0,01% od obrotu instrumentami pochodnymi (czyli na poziomie odpowiednio 29% i 86% niższym niż propozycje podatku w Polsce). Komisja oczekiwała wprowadzenia podatku we wszystkich 27 krajach członkowskich od stycznia 2014 roku.

Wątpliwości europejskich akademików, stanowczy sprzeciw europejskich bankowców

Wprowadzenie od stycznia 2014r. nie udało się, zapewne częściowo w wyniku coraz większych wątpliwości na temat potencjalnych skutków podatku oraz realności uzyskania zakładanych wpływów budżetowych. Wątpliwości wyrażali zarówno przedstawiciele europejskich think tanków, świata akademickiego, jak i bankowego. Anne-Kathrin Baran i Philipp Eckhardt z Centrum für Europäische Politik⁷ zwracają uwagę na trzy główne problemy z inicjatywą wprowadzenia PTF w Unii Europejskiej. Autorzy uważają, że wprowadzenie podatku transakcyjnego nie wpłynie na zmniejszenie skłonności inwestorów do ponoszenia nadmiernego ryzyka. Z tego powodu wprowadzenie podatku nie zmniejsza wrażliwości rynków finansowych na przyszłe kryzysy. Drugim aspektem, na który zwracają uwagę autorzy, są **zagrożenia płynące z wprowadzenia różnorodnych stawek w krajach UE, co doprowadzi do migracji kapitału i zaburzy stabilność finansową**. Jako ostatni argument CEP sugeruje, że opodatkowanie zdalnych członków obrotu giełdowego będzie problematyczne pod względem prawnym.

Do podobnych wniosków doszedł Albert J. Menkveld z Duisenberg School of Finance w publikacji z 2011r.⁸ Uważa on, że wprowadzenie podatku transakcyjnego w Europie będzie miało **cztery zasadnicze negatywne skutki dla systemu finansowego w Europie**.

- 1) Przede wszystkim spodziewa się przeniesienia transakcji finansowych poza UE.
- 2) Menkveld zwraca uwagę, że wprowadzenie PTF na konkretnych instrumentach finansowych spowoduje tendencję instytucji finansowych do tworzenia bardziej wymyślnych konstrukcji pochodnych, które będą miały za zadanie uniknięcie podatku. To będzie natomiast powodowało, że inwestorzy indywidualni nie będą w pełni rozumieć mechanizmów tych instrumentów, a ten czynnik był jedną z przyczyn kryzysu 2007-08.
- 3) Autor zwraca również uwagę, że **utrudnianie przepływu kapitału przez rynek kapitałowy będzie negatywnie wpływać na alokację kapitału w gospodarce i spowalniać rozwój gospodarczy**.

⁶ Financial Transaction Tax: Making the financial sector pay its fair share; Komisja Europejska 2011

⁷ FINANCIAL TRANSACTION TAX; Anne-Kathrin Baran, Philipp Eckhardt; Centrum für Europäische Politik, Niemcy 2011

⁸ Financial Transaction Tax; DSF POLICY BRIEFS; Albert J. Menkveld; Duisenberg school of finance; Holandia 2011

4) Spadek obrotów natomiast znacząco zmniejszy bazę podatkową i może mieć negatywny wpływ netto na wpływy podatkowe z rynku kapitałowego.

Skala spadku giełdowych obrotów, czyli ograniczenie płynności, a przez to efektywności rynku kapitałowego w alokacji kapitału, jest jednym z głównych argumentów przeciwko PTF. Sama Komisja Europejska zakłada że przy stawce 0.1% wolumen obrotów kasowych na akcjach i obligacjach spadnie o ok. 15%, zaś przy stawce 0.01%, spadek obrotów instrumentami pochodnymi wyniesie ok. 75%⁹. Stephan Schulmeister (2009) w swojej analizie “A General Financial Transaction Tax: A Short Cut of the Pros, the Cons, and a Proposal” zakładał, że przy wprowadzeniu jednolitego PTF o stawce 0.1% wolumen transakcji spadnie o 75%, przy stawce 0.05% o 65%, zaś przy stawce 0.01% o około 25%.

Europejscy bankowcy ostro i stanowczo przeciwko PTF

Oprócz przedstawicieli świata akademickiego, również europejscy bankowcy przestrzegają przed PTF, w ostrzejszym i bardziej stanowczym tonie. Europejska Federacja Bankowa, w piśmie do Ministrów Finansów krajów EU datowanym na 23 stycznia 2015r., przestrzegała przed „niebezpiecznym niedocenianiem szkód, które może wyrządzić PTF gospodarkom EU.” W mocnych słowach europejscy bankowcy (w tym zrzeszenie banków spółdzielczych i kas oszczędnościowych) piszą, że **podatek znacząco utrudni przedsiębiorstwom pozyskanie finansowania na rynku kapitałowym.** Podsumowujące słowa z tego listu brzmią: **“Jesteśmy głęboko przekonani, że koszty zmniejszenia aktywności gospodarczej w wyniku wprowadzenia PTF znacznie przewyższają korzyści z bezpośrednich przychodów podatkowych.”**¹⁰

Rozłam w UE, veto Wielkiej Brytanii, sprzeciw Szwecji...

Dalsze prace Komisji Europejskiej nad PTF, pomimo fiaska jednolitego podatku na szczeblu globalnym wzbudziły sprzeciw wielu członków EU, przede wszystkim państw o najbardziej rozwiniętym sektorze finansowym: Wielkiej Brytanii, Luksemburga, ale także pamiętającej swoje doświadczenia Szwecji, oraz Danii, Bułgarii, Cypru, Malty i Luksemburga.

...ale Francja i Włochy decydują się na ograniczoną wersję

PTF Pomimo tego sprzeciwu, w ograniczonym stopniu, z dużą liczbą wyłączeń instrumentów, podatek został wprowadzony we Francji w 2012 roku, z główną stawką od akcji na poziomie 0,2% i 0.01% od tzw. handlu wysokich częstotliwości (HTF), ale z wieloma wyłączeniami. Francuski PFT nie obejmuje np. animatorów rynku (market makerów), nie obejmuje wielokrotnych transakcji zawieranych tego samego dnia, obejmuje tylko spółki zarejestrowane we Francji o kapitalizacji pow. 1 mld euro. PTF został również wprowadzony we Włoszech w 2013 roku, ale w bardzo niskiej skali 0,02% od obrotu akcjami, czyli siedmiokrotnie niższej od proponowanej w Polsce. Dalsze 11 krajów wyraziło chęć wprowadzenia podatku transakcyjnego (wśród nich nie było Polski). Po uzyskaniu we wrześniu 2012 roku zgody Komisji Europejskiej na prowadzenie przez 11 zainteresowanych krajów (bez uczestnictwa pozostałych państw członkowskich) rozmów w sprawie zacieśnienia współpracy przy PTF, przystąpiły one do prac nad ostatecznym kształtem podatku. W maju 2014r. kraje te wydały oświadczenie, że podatek na ich terenie zostanie wprowadzony od początku 2016 roku.

⁹ Implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax – Analysis of policy options and impacts; Komisja Europejska 2013

¹⁰ <http://www.ebf-fbe.eu/wp-content/uploads/2015/01/European-banks-write-to-PTF11-ministers-to-oppose-financial-transaction-tax.pdf>

Planowane wprowadzenie PTF w 2016r. w UE wydaje się nierealne – plan PTF staje się „zombie”

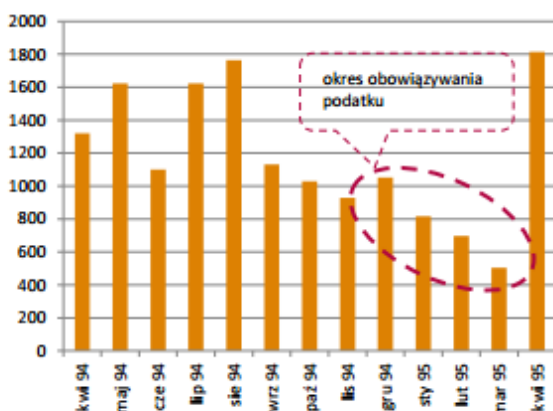
Pomimo deklaracji wprowadzenia PTF z początkiem 2016 roku, operacja ta wydaje się mało realna. 11 państw członkowskich, deklarując chęć wprowadzenia PTF, oczekiwało zakończenia w 2014 r. negocjacji w sprawie finalnego kształtu PTF, co jednak nie nastąpiło. W maju tego roku, podczas spotkania ECOFIN (Economic and Financial Affairs Council Configuration), rozważano trzy opcje wprowadzenia PTF, jednak żadnych decyzji w tej sprawie nie podjęto. Kolejne posiedzenie ECOFIN miało miejsce 6 października 2015 roku, a opublikowane rezultaty prowadzonych rozmów nie wspominają ani słowem o podatku transakcyjnym¹¹. Wydaje się, że Nicolas Véron miał rację, PTF w Unii Europejskiej stał się jak „zombie” - już nie żywy, ale jeszcze nieumarły.

2. Doświadczenia z podatkiem od transakcji finansowych: Studium przypadku – Polska i Szwecja.

Polska 1995r.: Podatek od transakcji giełdowych powoduje drastyczny spadek obrotów na giełdzie i zostaje wycofany po kilku miesiącach.

Pod koniec 1994 roku, wprowadzono w Polsce 0,2% podatek od obrotu akcjami, obowiązujący od 1 stycznia 1995 roku. Jaki był skutek wprowadzenia podatku? W styczniu 1995 roku indeks WIG spadł aż o 18%, a średnie obroty na sesję do mniej niż 50 mln zł, czyli o blisko 80% mniej niż w tym samym okresie rok wcześniej. Wpływy do budżetu były rażąco niższe od zakładanych. W całym 1995 roku wpływy z tytułu podatku miały wynieść 40 mln zł, podczas gdy w pierwszym miesiącu przychody wyniosły zaledwie 900 tys. zł. W tej sytuacji w kwietniu tego samego roku podatek został zniesiony. Na reakcję inwestorów nie trzeba było długo czekać – następnego dnia po zniesieniu podatku główny indeks GPW wzrósł o 7%, a w ciągu następnych czterech tygodni aż o 50%.

Wykres 2. Kurs WIG kwiecień 1994 – kwiecień 1995 Źródło: Roczniki giełdowe GPW



Źródło: Roczniki giełdowe GPW



Źródło: Bloomberg

Szwecja, 1984-1992r.: Ucieczka inwestorów ze szwedzkiego rynku kapitałowego, zebrany podatek mniej niż 5% zakładanych przychodów.

W styczniu 1984 roku wprowadzono w Szwecji PTF w wysokości 0,5% od obrotu akcjami i kontraktami, oraz 1% na opcjach. Dwa lata później podatek został podwojony.¹² Wskutek

¹¹ Outcome of the 3413th council meeting; ECOFIN; Luksemburg 2015

¹² Należy zauważyć, że w stosunku do lat 80-tych XX-wieku, koszty transakcyjne i prowizje maklerskie w operacjach giełdowych w Europie spadły, z ponad 1% do ok. 0,1%. W związku z tym podatek w 1984 w wys. 0,5% to mniejsza część kosztów transakcyjnych i prowizji niż obecne propozycje PTF w wys. 0,1%.

wprowadzenia podatku wolumen obrotu na giełdzie w Sztokholmie spadł diametralnie, szczególnie gdy podatek został podwyższony w 1986r. W całym 1987 roku obroty akcjami jedenastu największych spółek spadły aż o 60 procent.¹³ Skutkiem wprowadzenia podatku było przeniesienie się handlu szwedzkimi instrumentami finansowymi na zagraniczne giełdy. W 1991 roku aż 48% obrotów akcjami największych szwedzkich przedsiębiorstw generowanych było na giełdach w Londynie i Nowym Jorku.¹⁴ **Najbardziej poszkodowanymi uczestnikami rynku byli inwestorzy indywidualni, którzy nie mieli dostępu do zagranicznych brokerów oraz krajowi brokerzy.** Po zniesieniu podatku w roku 1992 gwałtownie wzrosły obroty na giełdzie w Sztokholmie oraz udział obrotu generowany przez obrót krajowy.

W 1989 r. szwedzki podatek objął również rynek obligacji. Choć jego maksymalna stawka wynosiła 0,015%, to efekt był jeszcze bardziej widoczny. Jak wskazują J. Y. Campbell i K. A. Froot¹⁵, **wprowadzenie PTF na rynku dłużnym spowodowało praktyczne zaniknięcie szwedzkiego rynku obligacji.** Obrót kontraktami na obligacje i bony skarbowe spadł o 98%, opcjami właściwie zanikł, obligacjami o 85%, bonami skarbowymi o 20% w pierwszym tygodniu po wprowadzeniu podatku.

Szwedzki podatek od transakcji finansowych miał destrukcyjny wpływ na krajowy rynek kapitałowy; handel akcjami przeniósł się na rynki zagraniczne, a rynek obligacji w praktyce przestał istnieć. Czy osiągnął zamierzony efekt budżetowy? Nie, przychody budżetowe były blisko 95% niższe niż założenia. Ministerstwo Finansów Szwecji szacowało przychody z PTF na rynku dłużnym na poziomie 1,5 mld koron szwedzkich rocznie. W całym okresie obowiązywania PTF najwyższy przychód osiągnięty został w 1989 roku, gdy przychody z rynku dłużnego wyniosły 80 mln koron tj., 5,3% prognozowanych).¹⁶

3. Wprowadzenie PTF w wymiarze 0,14% według nas doprowadziłoby do spadku obrotów na GPW o ok. 50%.

Obroty na GPW od dłuższego czasu spadają, a zesłoroczna antyreforma OFE ten spadek przyspieszyła. W 2014r. obroty spadły o 10%, zaś we wrześniu 2015r. spadek obrotów wyniósł 13.6% rok do roku. Mniejszy popyt na akcje ze strony OFE, malejąca liczba giełdowych debiutów, słaba koniunktura oraz wysokie koszty transakcyjne są uznawane za główne przyczyny spadających obrotów na GPW. Wprowadzenie PTF drastycznie zwiększy koszty transakcyjne na GPW.

Podatek w proponowanym wymiarze drastycznie zwiększy koszty transakcyjne

Wprowadzenie podatku transakcyjnego zwiększy dla domów maklerskich koszt zrealizowania transakcji giełdowej ponad trzykrotnie. Inwestor zawierający obecnie transakcje na giełdzie zobowiązany jest do uiszczenia opłaty w wysokości 0,20 zł + 0,033% wartości transakcji dla GPW, oraz 0,0035% wartości transakcji dla KDPW z tytułu rozliczenia transakcji, jednak nie więcej niż 3,5 zł. Te opłaty są w tym momencie jednymi z najwyższych w Europie i krajowe domy maklerskie od kilku lat postulują ich obniżenie, tym bardziej że branża na poziomie wyników z operacji maklerskich notuje stratę (w wys. 31,6 mln zł w 2014r.).

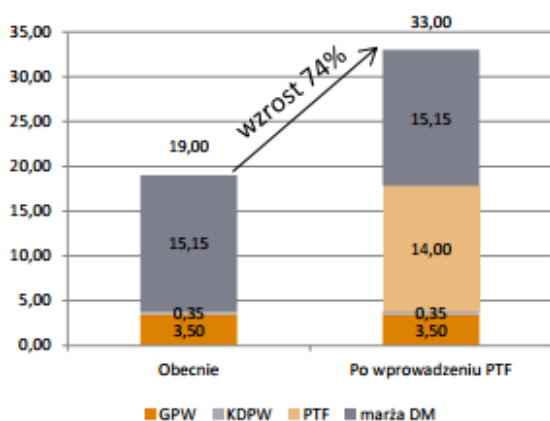
¹³ Financial Times; April 15, 2013; We tried a Tobin tax and it didn't work; Magnus Wiberg

¹⁴ Tamże

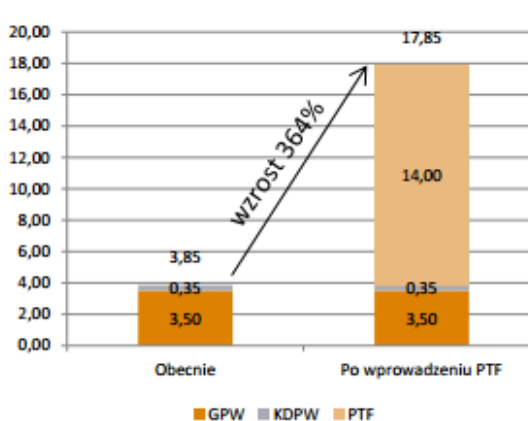
¹⁵ International experiences with securities transaction taxes; John Y. Campbell, Kenneth A. Froot; Working Paper No. 4587 National Bureau of Economic Research, 1993

¹⁶ International experiences with securities transaction taxes; John Y. Campbell, Kenneth A. Froot; Working Paper No. 4587 National Bureau of Economic Research, 1993

Wykres 3. Przykładowe opłaty transakcyjne ponoszone przy inwestycji 10000 zł w akcje notowane na GPW



Wykres 4. Przykładowe opłaty transakcyjne ponoszone przez domy maklerskie przy transakcji 10000 zł na akcjach notowanych na GPW



Źródło: GPW, KDPW, obliczenia własne

O ile krajowi maklerzy będą musieli istotnie podnieść prowizje lub zaakceptować jeszcze większą stratę na działalności maklerskiej, to zagraniczni brokerzy zapewne przeniosą handel polskimi akcjami na alternatywne platformy obrotu, działające w krajach gdzie nie ma PTF. Inwestorzy zagraniczni generują 50% obrotów na GPW. Uważamy, że wprowadzenie PTF w proponowanym wymiarze **doprowadziłoby do ponad 50% spadku obrotów inwestorów zagranicznych na GPW.**

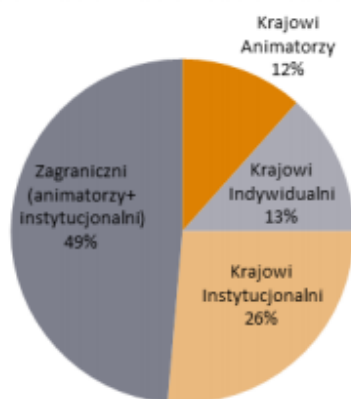
Zwracamy uwagę, że w przypadku zagranicznych brokerów, tzw. zdalnych członków, w egzekucji większości transakcji to broker jest drugą stroną transakcji. Czyli jeśli inwestor chce kupić akcje, to broker zamiast szukać drugiej strony która mu sprzeda akcje, sam te akcje sprzedaje, jako tzw. market maker, albo z własnych "zapasów", albo otwierając tzw. krótką pozycję na danych akcjach. Pobierając opłatę od inwestora w wys. 0,20%, broker musi ponieść za swojego klienta koszty obu stron transakcji - czyli $2 \times 0,035\%$. Zostaje mu netto ok 0,14%. Jeśli musiałby oddać w podatku 0,14% od jednej strony, to znaczy że do samej transakcji dopłaciłby właśnie 0,14%! W tym przykładzie, przy systemie egzekucji zleceń na tzw. „własną księżkę”, każdy podatek powyżej 0,07% powoduje, że na każdej transakcji market maker ponosi stratę. Ale nawet podatek niższy niż 0,07% spowoduje gwałtowny spadek obrotów market makerów, dlatego że ponoszą oni dodatkowe ryzyko zmiany ceny akcji między "wzięciem pozycji na własną księżkę", a zamknięciem transakcji poprzez tzw. "cross" na GPW. Do wzięcia tego ryzyka muszą być zachęceni przez perspektywę zarobku na wzięciu pozycji na „własną księżkę”. Każdy dodatkowy koszt transakcyjny, nawet w wys. 0,01%, to zmniejszenie szansy na zarobek na zmianie ceny, czyli zmniejszenie zachęty do kreowania obrotu i płynności rynku. Podatek w wys. 0,14% wyeliminowałby handel zagranicznych brokerów na „własną księżkę”, przez co naszym zdaniem zmniejszyłby obrót zagranicznych inwestorów na GPW o ponad 50%.

Jeszcze większy byłby spadek działalności krajowych animatorów rynku, którzy odpowiadają za ok. 12% obrotu w 2014r.¹⁷ Działają oni na niskich marżach, często wykorzystując techniki arbitrażowe pomiędzy rynkiem kasowym akcji, a rynkiem pochodnych. Przy PTF w wys. 0,07% rynek pochodnych przestanie istnieć (Komisja Europejska zakładała że przy PTF w wys. 0,01%, rynek pochodnych spadnie o ok. 75%). W związku z tym, **szacujemy spadek obrotu generowanego przez krajowych animatorów na rynku akcji na ok. 80%.**

¹⁷ Statystyki pochodzące ze strony internetowej GPW

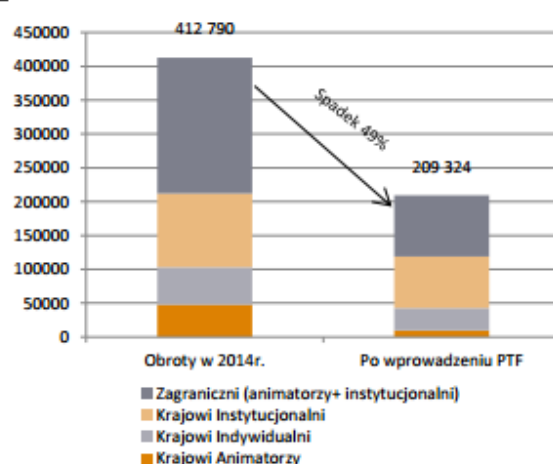
Oczekujemy, że w przypadku inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych spadek obrotów wyniesie odpowiednio 40% i 30%. Zwracamy uwagę, że jeśli handel polskimi akcjami przeniesie się na platformy zagraniczne, to spadek obrotów na GPW w Warszawie może przekroczyć 50%. Zagraniczne platformy od niedawna oferują możliwość ultra-taniego handlu polskimi akcjami. 5 października 2015r., handel akcjami z indeksu WIG30 umożliwiła platforma Turquoise, należąca do London Stock Exchange.

Wykres 5. Udział inwestorów w obrotach GPW w 2014r.



Źródło: GPW

Wykres 6. Oczekiwany spadek obrotów po wprowadzeniu PTF



Źródło: obliczenia własne

Tabela 1. Oczekiwany spadek wolumenu obrotów na rynku akcji GPW po wprowadzeniu PTF w wys. 0.14%.

	Obroty w 2014r.*	Udział (%)	Spadek po wprowadzeniu PTF (%)	Obrót po wprowadzeniu PTF	Udział (%)
Krajowi Animatorzy	47 870	12%	-80%	9 574	5%
Krajowi Indywidualni	55 397	13%	-40%	33 238	16%
Krajowi Instytucjonalni	108 905	26%	-30%	76 233	36%
Zagraniczni	200 618	49%	-55%	90 278	43%
RAZEM	412 790		-49%	209 324	

*obróć dwustronny; Źródło: GPW, obliczenia własne

4. Wątpliwe przychody podatkowe i prawdopodobny spadek netto przychodów budżetowych, na skutek spadku przychodów z podatku Belki oraz braku dywidendy z GPW.

Po oczekiwanym spadku obrotów w wyniku wprowadzenia PTF obroty roczne według naszych szacunków wyniosą ok. 209 mld zł. Zakładając opodatkowanie transakcji stawką 0,14% przychody budżetu z tytułu PTF wyniosą ok. 293 mln zł.

Tabela 2. Obroty akcji na GPW (dla obu stron transakcji) (mln zł)

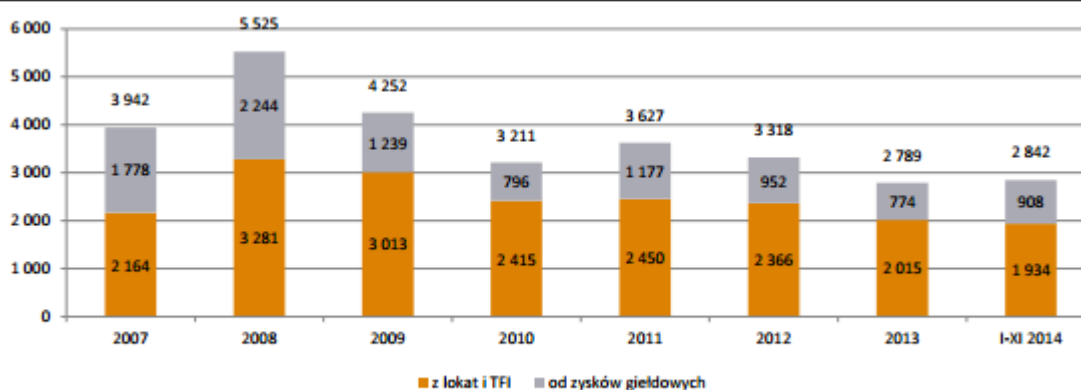
	2011	2012	2013	2014	Po wprowadzeniu PTF	Wpływy do budżetu
Krajowi Animatorzy	54 592	44 607	50 266	47 870	9 574	13
Krajowi Indywidualni	95 531	67 513	67 269	55 397	33 238	47
Krajowi Instytucjonalni	173 605	75 271	117 438	108 905	76 233	107
Zagraniczni (animatorzy+ instytucjonalni)	235 758	180 018	207 213	200 618	90 278	126
RAZEM	559 486	367 409	442 186	412 790	209 324	293

Źródło: GPW, obliczenia własne

Uważamy, że wpływy do budżetu z rynku akcji w wysokości 293 mln zł są niewspółmiernie niskie do skali utraty atrakcyjności polskiego rynku kapitałowego. Spadek obrotów o 50% doprowadzi nie tylko do utraty płynności i utrudnionego dostępu do finansowania polskim przedsiębiorstwom, ale również może przynieść wymierne straty dla budżetu państwa.

W 2013 roku przychody budżetu państwa z tytułu podatku od zysków kapitałowych (tzw. podatek Belki) wyniosły 2,8 mld zł, z czego 774 mln zł od zysków giełdowych. W okresie od stycznia do listopada 2014r. wartość ta wyniosła już 2,8 mld zł, z czego 908 mln zł pochodziło od zysków giełdowych. Zniechęcenie inwestorów od zawierania transakcji, wydłużenie okresu inwestycji, oraz odpływ kapitału zagranicznego prawdopodobnie przełoży się na istotne zmniejszenie wpływów do budżetu z tytułu tego podatku.

Wykres 7. Przychody budżetu państwa z tytułu podatku od zysków kapitałowych 2007-11.2014



Źródło: Ministerstwo Finansów

Nie bez znaczenia pozostaje także istotny wpływ podatku na zyski spółki GPW S.A. Skarb Państwa ma 35% udziałów w GPW i uzyskał 35 mln zł w 2015r. z tytułu dywidendy. GPW S.A. w 2014r. z obrotu akcjami zrealizowała przychody w wys. 105,3 mln zł a z obrotu transakcjami pochodnymi przychody w wys. 14,8 mln zł, osiągając zysk brutto w wys. 139,1 mln zł. Ubytek w przychodach rządu powyżej 60 mln zł spowodowałby, że bez drastycznej redukcji kosztów, zysk operacyjny spółki zmalałby o kilkadziesiąt procent, co mogłoby uniemożliwić wypłatę jakiegokolwiek dywidendy, tym samym pozbawiając Skarb Państwa przychodów z tego tytułu. W 2014r. GPW zapłaciła prawie 27 mln zł podatku dochodowego, którego nie zapłaci jeśli będzie generować straty.

W 2014r., ze względu na spadek obrotów giełdowych, domy maklerskie w Polsce zaraportowały łączną stratę z działalności maklerskiej na poziomie blisko 32 mln zł, wobec zysku w wysokości ponad 32 mln zł w roku poprzednim. W wyniku spadku obrotów zysk brutto domów maklerskich spadł o 25% r/r, co pociągnęło za sobą zmniejszenie zapłaconego przez nie podatku dochodowego o 40%, czyli o 48 mln zł. W 2014r. domy maklerskie łącznie zapłaciły 70 mln zł podatku dochodowego i oczekujemy, że w przypadku wprowadzenia PTF wartość ta uległaby dalszej znacznej erozji.

5. Zmiana retoryki w UE: Należy wspierać rynki kapitałowe jako źródło finansowania małych i średnich przedsiębiorstw oraz innowacyjnych spółek.

W lutym 2015 roku nastąpił wyraźny zwrot w dotychczasowej polityce i retoryce w Unii Europejskiej dotyczącej sektora finansowego, a zwłaszcza rynków kapitałowych. **Komisja Europejska ogłosiła plan budowy jednolitego rynku kapitałowego dla wszystkich 28 państw członkowskich w ramach Unii Rynków Kapitałowych (Capital Markets Union).** Na poziomie europejskim dyskusja na temat

podatku transakcyjnego wypierana jest przez rozmowy nad stymulacją rynków oraz poprawą dostępu do finansowania małych i średnich przedsiębiorstw.

Stawiając za priorytet dalsze stymulowanie wzrostu gospodarczego i tworzenie miejsc pracy, program Unii Rynków Kapitałowych apeluje o likwidację barier ograniczających swobodny przepływ kapitału wewnątrz Wspólnoty i stworzenie do 2019 roku warunków, które przyczyniłyby się do uwolnienia inwestycji w europejskie przedsiębiorstwa (w szczególności MŚP) i infrastrukturę, zwiększenia konkurencyjności europejskiej gospodarki oraz zapewniłyby większą stabilność systemu finansowego.

Finansowanie innowacji przez rynek kapitałowy w USA jako wzór dla Europy

Jak wskazują statystyki Komisji Europejskiej, poziom pozyskiwania środków finansowych przez firmy średniej wielkości w Europie, będące motorem wzrostu gospodarczego w wielu krajach, jest pięć razy niższy niż w USA, a ogólny poziom zależności przedsiębiorstw od banków w Europie wciąż wyraźnie wyższy w porównaniu z innymi częściami świata. Jeżeli europejskie rynki kapitału wysokiego ryzyka byłyby równie głębokie jak w Stanach Zjednoczonych, w latach 2008-2013 firmy, w tym innowacyjne start-upy, miałyby dostęp do finansowania w wysokości 90 mld euro. W przypadku powrotu sekurytyzacji MŚP – w sposób bezpieczny – do poziomu nawet o połowę niższego w porównaniu z poziomami z roku 2007, dałoby to około 20 mld euro dodatkowych funduszy.¹⁸

Pokonanie przeszkód uniemożliwiających przedsiębiorstwom dotarcie do inwestorów i pobudzenie rozwoju rynków finansowych jest więc warunkiem niezbędnym w opinii Komisji Europejskiej do osiągnięcia powrotu trwałego wzrostu gospodarczego w Europie w perspektywie długoterminowej.

W Europie pobudzenie rozwoju rynku kapitałowego staje się powoli jednym z priorytetów. W tym samym czasie w Polsce – na skutek zeszłorocznej anty-reformy OFE a teraz propozycji wprowadzenia podatku od transakcji giełdowych – rozwój niedojrzałego jeszcze rynku kapitałowego zostaje znacząco zahamowany. Taki kolejny cios będzie zapewne oznaczać ostateczny koniec marzeń o finansowaniu rozwoju innowacyjnych polskich przedsiębiorstw przez rodzimy rynek kapitałowy.

¹⁸ Komisja Europejska, ZIELONA KSIĘGA Tworzenie unii rynków kapitałowych /* COM/2015/063 final

Bibliografia:

1. Baran, Anne-Kathrin i Philipp Eckhardt, FINANCIAL TRANSACTION TAX, Centrum für Europäische Politik, 2011.
2. Calomiris, Charles W, & Stephen H. Haber, Fragile by Design: The Political Origins of Banking Crises and Scarce Credit; Princeton Press 2014
3. Campbell, John Y. i Kenneth A. Froot, International experiences with securities transaction taxes; Working Paper No. 4587 National Bureau of Economic Research, 1993.
4. Financial Times, France seeks to revive European financial transactions tax; 2015.
5. Financial Times, We tried a Tobin tax and it didn't work, 2013.
6. Financial Transaction Tax: Making the financial sector pay its fair share, Komisja Europejska 2011
7. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Roczniki giełdowe (lata 1994-95).
8. Hervás, Fernando, Firm's innovative performance and growth – Evidence and research questions, Komisja Europejska, Bruksela 2012
9. Implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax – Analysis of policy options and impacts, Komisja Europejska 2013
10. Komisja Europejska, Zielona Księga – Tworzenie unii rynków kapitałowych, 2015.
11. Menkveld, Albert J. , Financial Transaction Tax; DSF POLICY BRIEFS; Duisenberg School of Finance; 2011.
12. Outcome of the 3413th council meeting; ECOFIN, Luksemburg 2015
13. Schulmeister, Stephan i “A General Financial Transaction Tax: A Short Cut of the Pros, the Cons, and a Proposal”, Austrian Institute of Economic Research, 2009.
14. Sufi, Amir i Atif Mian, The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis, University of Chicago Graduate School of Business 2008
15. Taylor, John B., The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong, Cambridge 2009

Strony internetowe:

1. <http://www.ebf-fbe.eu/wp-content/uploads/2015/01/European-banks-write-to-PTF11-ministers-to-oppose-financialtransaction-tax.pdf>
2. http://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki
3. http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_kapitalowy/dane/kw_tfi.html



Forum Obywatelskiego Rozwoju

FOR zostało założone w 2007 roku przez prof. Leszka Balcerowicza, aby skutecznie chronić wolność oraz promować prawdę i zdrowy rozsądek w dyskursie publicznym. Naszym celem jest zmiana świadomości Polaków oraz obowiązującego i planowanego prawa w kierunku wolnościowym.

FOR realizuje swoje cele poprzez organizację debat oraz publikację raportów i analiz podejmujących ważne tematy społeczno-gospodarcze, a w szczególności: stan finansów publicznych, sytuację na rynku pracy, wolność gospodarczą, wymiar sprawiedliwości i tworzenie prawa.

Z inicjatywy FOR w centrum Warszawy i w internecie został uruchomiony licznik długu publicznego, który zwraca uwagę na problem rosnącego zadłużenia państwa. Działania FOR to także projekty z zakresu edukacji ekonomicznej oraz udział w kampaniach na rzecz zwiększania frekwencji wyborczej.

Wspieraj nas!

Pomóż nam chronić wolność oraz promować prawdę i zdrowy rozsądek w dyskursie publicznym.

Zdrowy rozsądek oraz wolnościowy punkt widzenia nie obronią się same. Potrzebują zaplanowanego, wytężonego i skutecznego wysiłku oraz Twojego wsparcia.

Jeśli jest Ci bliski porządek społeczny szanujący wolność i obawiasz się nierozsądnych decyzji polityków udających na Twój koszt Świętych Mikołajów, poprzyj nasze działania swoim darem pieniężnym. Twój dar umożliwia nam działalność oraz potwierdza słuszność i skuteczność naszego wysiłku. Każda darowizna jest dla nas ważna. Potrzebujemy zwłaszcza regularnego wsparcia. Zachęcamy do dokonywania nawet niewielkich, lecz regularnych wpłat.

Już dziś pomóż nam chronić wolność - obdarz nas swoim wsparciem i zaufaniem.

Wyślij przelew na konto FOR (w PLN): 68 1090 1883 0000 0001 0689 0629

KONTAKT DO AUTORA



Tomasz Bardziłowski

Ekspert FOR ds. rynku kapitałowego, wiceprezes Vestor Dom Maklerski

Fundacja Forum Obywatelskiego Rozwoju – FOR

ul. Ignacego Krasickiego 9A · 02-628 Warszawa · tel. +48 22 628 85 11, +48 726 621 240

e-mail: info@for.org.pl · www.for.org.pl

[f/FundacjaFOR](https://www.facebook.com/FundacjaFOR) · [t/FundacjaFOR](https://twitter.com/FundacjaFOR)