



Giełda dla gospodarki

Uwagi do rządowej strategii rozwoju rynku kapitałowego

Maciej Dzierżanowski, Piotr Tamowicz

Lead: *Czasy gdy giełda była prywatyzacyjnym sklepem odchodzą w przeszłość. Pora rynek kapitałowy i giełdę zaprząć do wspierania polskiej przedsiębiorczości. Wymaga to reformatorskiej odwagi, innowacyjnego myślenia i roztropności. Potrzebne są zmiany organizacyjne i regulacyjne. Potrzeba nowego otwarcia.*

Gdańska wizja rynku

Potrzeby polskiej gospodarki oraz zagrożenia wynikające z procesu integracji europejskiej wymagają sformułowania nowej wizji krajowego rynku kapitałowego. Powinna ona bazować na następujących założeniach. Po pierwsze, konieczne jest odejście od postrzegania działalności prywatyzacyjnej państwa jako głównej siły napędzającej rozwój rynku. Pierwszorzędne znaczenie należy przypisać interesom rozwojowym polskich firm prywatnych i budowaniu krajowych zasobów przedsiębiorczości. Po drugie, przyjęcie takiego punktu widzenia musi oznaczać konieczność rozważenia licznych zmian po stronie infrastruktury regulacyjnej i organizacyjnej – w ramach warunków brzegowych wyznaczanych przez regulacje unijne. Po trzecie, myślenie o rynku kapitałowym musi obejmować cały kompleks różnych segmentów tworzących rynek prywatny (niepubliczny) oraz rynek publiczny. Dotychczasowe myślenie koncentrowało się przede wszystkim na segmencie giełdowym co jest niewystarczające. Po czwarte, dotychczasowa pomoc publiczna państwa, mająca postać zaangażowania we własności infrastruktury (tj. giełdy i depozytu papierów wartościowych), powinna być skierowana przede wszystkim na wspieranie najslabiej rozwiniętych segmentów rynku mających jednocześnie największe znaczenie dla finansowania sektora MSP. W końcu, rozwój rynku kapitałowego i jego niższych segmentów wymaga liberalizacji i obniżenia kosztów wejścia (także dla pośredników) wszędzie tam gdzie jest to możliwe i uzasadnione.

Nowe priorytety

Misją państwa na rynku kapitałowym – jak słusznie zakłada rządowy projekt Agendy Warsaw City 2010 – powinno być stworzenie warunków dla rozwoju taniego, efektywnego i bezpiecznego mechanizmu konwersji oszczędności w inwestycje krajowych przedsiębiorstw, zwłaszcza małych i średnich. Mówiąc inaczej, podstawową osią strategii powinno być zapewnienie jak najlepszych warunków dla finansowania krajowego sektora przedsiębiorstw. Jest to uzasadnione potrzebami finansowymi tego sektora, koniecznością zmiany struktury polskiej gospodarki (rynek kapitałowy sprzyja bardziej innowacyjnemu rozwojowi) oraz potrzebą absorpcji rosnących środków gromadzonych przez otwarte fundusze emerytalne. Zwiększenie skali finansowania krajowych przedsiębiorstw umożliwić będzie także rozwój silnego sektora usług rynku kapitałowego – pośredników, doradców, zarządzających aktywami oraz instytucji infrastrukturalnych. Tylko w ten sposób polski rynek kapitałowy ma szansę umocnić swoją pozycję i stać się silnym centrum finansowym na mapie poszerzonej Europy.

Kontrola polityki publicznej

Jeżeli polityka publiczna – realizowana obecnie m.in. poprzez państwową własność GPW – ma być zgodna z wyznaczonymi wyżej priorytetami, to giełda powinna przeznaczać wypracowane w przeszłości nadwyżki przede wszystkim na kreowanie rynku dla średnich firm krajowych, a nie

przykładowo na realizację ekspansji regionalnej. Próba zakupu giełdy w Wilnie jest z punktu widzenia misji polityki publicznej na rynku kapitałowym nieporozumieniem i dodatkowo uzasadnia konieczność lepszej koordynacji i weryfikacji kierunków wydatkowania tej pomocy. Tę pierwszą funkcję powinna zapewnić rządowa strategia rozwoju rynku kapitałowego i przypisanie odpowiedzialności za jej realizację konkretnemu ministerstwu. Jeżeli chodzi natomiast o weryfikację kierunków wydatkowania pomocy publicznej, to korzystając z analogii zagranicznych należałoby wprowadzić konieczność corocznego raportowania w tym zakresie przed odpowiednią komisją sejmową. Komisja ta powinna także nadzorować lub co najmniej monitorować funkcjonowanie różnych instytucji na rynku kapitałowym – w tym Komisji Papierów Wartościowych i Giełd – pod kątem realizacji różnych celów publicznych.

Wsparcie dla niższych segmentów rynku

Dla dalszego rozwoju niezbędna jest budowa wielosegmentowego rynku kapitałowego obejmującego m.in. rynek *venture capital* i wyspecjalizowanych inwestorów prywatnych (tzw. *business angels*), rynek dla inwestorów kwalifikowanych (w tym indywidualnych) oraz silny rynek giełdowy. Ten ostatni musi mieć swoje zaplecze w postaci pozostałych segmentów rynku. Znaczna część podaży spółek na rynku publicznym pochodzi od funduszy *venture capital*, zaś rozwinięty rynek publiczny jest niezbędny dla funkcjonowania rynku kapitału wysokiego ryzyka (ścieżka wyjścia, możliwość ukształtowania rozproszonej struktury własności). Często porównujemy się z innymi mniejszymi rynkami Europy kontynentalnej jeżeli chodzi o liczbę spółek notowanych na giełdzie, czy wielkość obrotów. Potrzeba jednak zmiany sposobu myślenia i poszukiwania inspiracji na rynkach anglosaskich. Przykładowo na rynku amerykańskim obok kilku tysięcy spółek notowanych na giełdach i NASDAQ na rynku pozagiełdowym kwotowanych jest ponad 6 tysięcy spółek. Na rynku tym działa ok. 5 tys. firm inwestycyjnych i 650 tys. profesjonalistów. Takiej skali zapewne nigdy nie osiągniemy, ale powinniśmy myśleć o konieczności dokonania ilościowego i jakościowego skoku.

Wyspecjalizowany rynek dla średnich firm

Pożądane wydaje się stworzenie otwartego wyspecjalizowanego segmentu rynku skierowanego do średnich spółek krajowych debiutujących w publicznym obrocie, wzorowanego na brytyjskim Alternative Investment Market (AIM), który charakteryzowałby się niższym poziomem wymogów regulacyjnych i kosztów. AIM jest bardzo udaną inicjatywą London Stock Exchange. Od momentu utworzenia w 1995r. skorzystało z niego ok. 1200 spółek pozyskując w sumie ponad 14 mld USD. Co ciekawe w ostatnich 3 latach stosunkowo słabej koniunktury globalnej liczba debiutantów utrzymywała się powyżej tej średniej. Alternatywą dla modelu AIM (czyli rynku tworzonego w pewnym sensie odgórnie) mogłaby być większa swoboda dla funkcjonowania rynku pozagiełdowego organizowanego przez brokerów (amerykańskie OTC, Bulletin Board, Pink Sheets, brytyjski OFEX).

Tworzenie wyspecjalizowanego rynku o obniżonych wymogach regulacyjnych i funkcjonującego w formule rynku nieregulowanego jest uzasadnione nie tylko potrzebą bardziej aktywnego wyjścia z ofertą do sektora średnich firm krajowych i elastycznego dostosowania poziomu regulacyjnego do specyfiki i możliwości tych firm. Uruchomienie takiego rynku wydaje się logiczną koniecznością w obliczu ujednolicania przepisów dla publicznych rynków regulowanych. W przypadku wielu krajowych emitentów spełnianie wysokich wymogów narzucanych przez regulacje unijne może być nieuzasadnione, ponieważ spółki te będą i tak zbyt małe, aby zainteresować inwestorów zagranicznych i korzystać z dobrodziejstw jednolitego, europejskiego rynku kapitałowego. Rynek taki powinien początkowo funkcjonować w formule rynku nieurzędowego, a następnie – po wprowadzeniu do regulacji krajowych nowych przepisów unijnych – w formule publicznego rynku nieregulowanego.

Poszerzenie możliwości inwestycyjnych OFE

Budowa wielosegmentowego rynku kapitałowego wymaga poszerzenia możliwości inwestycyjnych, zwłaszcza otwartych funduszy emerytalnych, tak jeżeli chodzi o nabywanie papierów wartościowych poza regulowanym rynkiem publicznym, jak i udostępnianie środków funduszom *venture capital*. Przesunięcie zainteresowania funduszy emerytalnych poza publiczny rynek regulowany wymaga także

zmiany tych rozwiązań instytucjonalnych, które paradoksalnie powodują istotne skrócenie horyzontu inwestycyjnego OFE (kwartalna wycena jednostek funduszy, mechanizm minimalnej stopy zwrotu). Jeżeli możliwości inwestowania przez OFE na rynku krajowym (poza publicznym rynkiem regulowanym!) nie zostaną rozszerzone to grozi nam bąbel spekulacyjny na giełdzie lub szybkie znoszenie ograniczeń dla inwestycji zagranicznych funduszy. Tym samym reforma systemu emerytalnego, z którą wiązano duże nadzieje jeżeli chodzi o wykorzystanie przymusowych oszczędności dla finansowania krajowej gospodarki, będzie oznaczać przymusowy eksport kapitału z Polski oraz finansowanie miejsc pracy i inwestycji realizowanych w innych krajach.

Prywatne mechanizmy kontrolne

W celu przekonania inwestorów, że ich prawa i interesy są należycie chronione – co jest konieczne dla właściwego funkcjonowania rynku kapitałowego – należy nie tylko wzmacniać regulacje oraz kompetencje i skuteczność KPW i G – tj. nadzór administracyjny. Niezbędne jest także – zwłaszcza przy proponowanej liberalizacji rynku i uruchomieniu rynku nieregulowanego – wzmocnienie prywatnych mechanizmów kontrolnych. Takim istotnym mechanizmem dyscyplinującym powinna być możliwość dochodzenia odszkodowań od pośrednika i emitenta papierów wartościowych. Potrzebujemy także większego oparcia funkcjonowania rynku (zwłaszcza pierwotnego) na renomie pośredników (oferujących papiery danego emitenta). Niezależnie konieczne jest zwiększenie efektywności systemu sądowego, stworzenie wyspecjalizowanego sądu w zakresie rynku kapitałowego i wykorzystanie mechanizmów prywatnego arbitrażu. Należy również odpowiednio stymulować wprowadzanie standardów nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*) przez spółki publiczne. Pożądany wydaje się przegląd i udoskonalenie ‘Dobrych praktyk’ przyjętych przez GPW w 2002 r. – praktyka oświadczeń składanych przez spółki wskazuje, że stosowanie poszczególnych zaleceń ma często charakter czysto deklaracyjny.

Liberalizacja rynku pośrednictwa

Warunkiem efektywnego i taniego krajowego rynku kapitałowego jest oparcie jego funkcjonowania na podmiotach prywatnych, co oznacza m.in. postulat prywatyzacji GPW i KDPW. Należy stymulować konkurencję w ramach świadczenia usług pośrednictwa na rynku, w tym w zakresie organizacji obrotu, obniżając tzw. koszty wejścia i znosząc monopole wszędzie tam gdzie jest to możliwe i pożądane. Większa konkurencja na rynku kapitałowym powinna mieć pozytywne efekty w postaci obniżenia kosztów pośrednictwa oraz zwiększenia elastyczności i innowacyjności rynku. Niższe segmenty rynku krajowego przeznaczone dla średnich i małych firm będą potrzebowały stosunkowo taniej i prostej infrastruktury oraz tanich usług pośrednictwa i doradztwa. Ta nowa infrastruktura powinna zapewnić, iż opłacalne będzie przeprowadzanie na rynku ofert rzędu 5-10 mln zł. Z tego punktu widzenia uzasadnione wydaje się obniżenie wymogów kapitałowych dla podmiotów maklerskich, a także wprowadzenie możliwości indywidualnego świadczenia usług doradztwa, jak i występowania w charakterze oferującego (doradcy) na pierwotnym rynku nieregulowanym. Indywidualne świadczenie usług doradczych jest dopuszczalne i praktykowane w Unii Europejskiej – w takim przypadku wymogi kapitałowe są zastępowane koniecznością ubezpieczenia od odpowiedzialności cywilnej. Brak liberalizacji w tym zakresie już dzisiaj skutkuje przypadkami rejestrowania działalności doradczej i zarządzania aktywami poza Polską, co wydaje się niepotrzebnym utrudnieniem i ogranicza możliwości tworzenia nowych miejsc pracy w sektorze finansowym.

Infrastruktura w ręce członków

Postulat prywatyzacji GPW i KDPW wywołuje często pytanie o docelowe umiejscowienie tych instytucji w ramach struktur europejskich lub regionalnych oraz ewentualnych partnerów strategicznych. Nie wydaje się jednak uzasadnione, aby państwo musiało rozstrzygać te kwestie. Decyzja taka może łatwo ulec wypaczeniu pod naciskami różnych oportunistycznych grup interesów. Najbardziej neutralne wydaje się szybkie „odpaństwowienie” tych instytucji – czyli przekazanie bieżącej kontroli operacyjnej (w praktyce prawa wyboru władz) uczestnikom rynku. Jednocześnie

należałoby uruchomić procesy prywatyzacyjne, które w przypadku giełdy mogłyby także polegać na umorzeniu części akcji przez Skarb Państwa. Podmioty operujące na rynku najlepiej – tzn. najbardziej racjonalnie – zadecydują o dalszych kierunkach rozwoju tych instytucji, sojuszach strategicznych i sposobie włączenia w struktury regionalne i europejskie.

Z uwagi na dotychczasowe zaangażowanie państwa w GPW i potrzebę zainicjowania budowy niższego segmentu rynku uzasadnione może być utrzymanie w pewnym zakresie własności państwowej jako formuły wsparcia publicznego. Przy takim scenariuszu giełda nie powinna mieć jednak statusu instytucji działającej dla zysku, co komplikuje ewentualne wprowadzenie inwestora strategicznego i raczej wyklucza opcję upublicznienia giełdy. Biorąc pod uwagę wielość celów jakie stawiane są przed prywatyzacją giełdy należy być może rozważyć opcję wydzielenia z GPW struktury, w ramach której przy wsparciu państwa byłby rozwijany niższy segment rynku oraz szybkiej prywatyzacji pozostałej części giełdy.

Dialog z uczestnikami rynku

Mimo 13 lat doświadczeń funkcjonujące mechanizmy konsultacyjne służące wymianie opinii, ocen i poglądów w sprawach rynku kapitałowego wciąż pozostawiają wiele do życzenia. Potrzeba nowych mechanizmów konsultacji, większej aktywności środowiska (!), odwagi w definiowaniu ocen i rekomendacji oraz spojrzenia na rynek ponad partykularnymi interesami i powiązaniem koleżeńskimi. Usprawnienie procesu tworzenia regulacji wymaga wprowadzenia formalnego wymogu publikowania przez KPWiG materiałów konsultacyjnych, a następnie podsumowań odnoszących się do wyników takich konsultacji. Niezależnie należałoby również zainicjować przegląd regulacji krajowych celem wyeliminowania zbędnych przepisów i obciążeń oraz wprowadzić zwyczaj okresowego dokonywania takich ocen. Bardzo cenna jest również propozycja powołania przy Ministerstwie Finansów Rady Konsultacyjnej, która jednak powinna składać się przede wszystkim z praktyków i ekspertów rynku kapitałowego. W Wielkiej Brytanii funkcjonowanie tego typu rady – Panelu Praktyków – jest przewidziane prawem. W Polsce potrzebne jest zarówno odpowiednie – tj. maksymalnie niezależne – umocowanie takiej rady, jak również stymulowanie kultury otwartej i krytycznej dyskusji. Inaczej każde ciało konsultacyjne szybko stanie się kolejną atrapą.

Wykorzystanie prywatyzacji

Jakkolwiek w dłuższej perspektywie rozwój krajowego rynku kapitałowego musi się opierać na napływie nowych spółek prywatnych, właściwie przeprowadzone oferty prywatyzacyjne mogą jeszcze spełnić istotną rolę pomocniczą. Mogą one powtórnie przyciągnąć na rynek krajowych inwestorów indywidualnych, a także skokowo zwiększyć kapitalizację i płynność rynku. Aby wykorzystać ostatnią szansę wsparcia przez procesy prywatyzacji rozwoju rynku kapitałowego potrzeba jednak wyraźnej decyzji politycznej i determinacji. Niezbędne wydaje się także wypracowanie odpowiedniego modelu prywatyzacji wzorowanego na transakcji sprzedaży węgierskiego OTP Banku – stopniowa prywatyzacja w oparciu o rynek kapitałowy, bez udziału inwestora strategicznego i z preferencjami dla krajowych inwestorów indywidualnych. W przypadku prywatyzacji takich podmiotów jak PKO BP i PZU przez rynek giełdowy zasadne wydaje się szybkie wycofywanie się państwa z kontroli i wypracowanie wiarygodnych mechanizmów ograniczających różne ryzyka ekonomiczne i polityczne.

Autorzy są pracownikami Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową. Artykuł jest oparty na materiale przygotowanym przez IBnGR na zlecenie Ministerstwa Finansów i prezentowanym na konferencji Polskiego Forum Strategii Lizbońskiej 'Polski rynek kapitałowy 2010. Między potrzebami gospodarki a wyzwaniem integracji' w dniu 5 lutego 2004r. Patronem medialnym konferencji była Rzeczpospolita. Pełna wersja opracowania IBnGR jest dostępna na stronie www.strategializbonska.pl.

Artykuł ukazał się 8 marca 2004 r. w dzienniku Rzeczpospolita.