

Warszawska giełda nie ma realnego pomysłu na regionalną konsolidację

Kandydaci na parkiet

MICHAŁ PRZYBYŁOWSKI, MACIEJ DZIERŻANOWSKI

Od kilku lat podejmowane są - niestety mało skuteczne - próby włączenia Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w proces konsolidacji europejskiego i regionalnego rynku kapitałowego. Tymczasem czas ucieka, zaś proces prywatyzacji GPW, który w końcu nabral większego rozpędu, wymaga podjęcia odpowiednich decyzji. Prywatyzacja ma bowiem zapewnić GPW udział i przetrwanie na globalnym, europejskim i co najważniejsze - regionalnym rynku kapitałowym.

Próba współpracy z Euronextem w postaci wspólnego dostępu do systemów giełdowych nie przynosi specjalnych efektów. Ostatni wspólny szturm tych dwóch giełd na Wilno okazał się również fiaskiem. W działaniach tych można dostrzec brak determinacji i strategicznego zamysłu.

Panna na wydaniu

Potrzeba prywatyzacji GPW jest w miarę oczywista i nie wymaga dłuższej analizy - państwo jako właściciel jest często nieefektywne, a na to, żeby giełda była nieefektywna, nie możemy sobie pozwolić. Przyjęty model funkcjonowania spowodował, że GPW nie miała okazji przejść etapu "mutualizacji", czyli okresu, w którym byłaby własnością jej członków, obecnie zatem państwo (a nie rynek!) musi w pośpiechu decydować o kierunkach włączenia GPW w struktury ponadnarodowe.

Kierunki ekspansji regionalnej, czy też kwestie połączenia kapitałowego z którymś z rynków europejskich, nie są jednak oczywiste. Liczne badania przeprowadzone w tej dziedzinie wskazują, że giełda krajowa może włączyć się w większą strukturę paneuropejską bądź wyspecjalizować się i stać się platformą regionalną.

"Agenda Warsaw City 2010" opracowana przez Ministerstwo Finansów zakłada, że Warszawa ma stać się "Londynem Europy Środkowo-Wschodniej". Czy taki scenariusz jest realny i jak go realizować? Wśród potencjalnych partnerów i inwestorów dla GPW wymienia się najczęściej Euronext. Zainteresowanie wzbudza także OMHEX, który wygrał wyścig konkurencyjny o giełdę litewską i z powodzeniem tworzy regionalny rynek kapitałowy na północnych obrzeżach morza Bałtyckiego. Ostatnio prasa donosi o nowej propozycji tworzenia platformy regionalnej za sprawą współpracy giełd: budapeszteńskiej, wiedeńskiej i warszawskiej.

Jakie wiano

Warto zastanowić się, co GPW ma do zaoferowania swoim potencjalnym partnerom. Choć giełda warszawska nie należy do największych w Europie, jest największa w regionie - jeśli nie liczyć rynku rosyjskiego i tworzącego się skandynawsko-bałtyckiego (Norex i OMHEX), który zajmuje 4. miejsce w Europie pod względem kapitalizacji. Liczba spółek notowanych na GPW jest stosunkowo duża, ale nie są one "płynne", a większość z nich to według

europejskich standardów przedsiębiorstwa małe i średnie. GPW dysponuje nowoczesnym systemem obrotu, który jest spójny z platformą Euronextu, ale różny od systemów używanych przez inne rynki w regionie.

Przyszłemu partnerowi europejskiemu możemy na pewno zaoferować dużą bazę potencjalnych klientów (zarówno od strony podażowej jak i popytowej) oraz możliwość tworzenia platformy obrotu dla innych krajów leżących za naszą wschodnią czy południową granicą. Giełda w Warszawie jest ciągle spółką zyskową, ale należy oczekiwać, że opłaty, z których czerpie zyski będą maleć, co wiąże się ze wzrostem konkurencji i rozwojem technologicznym na takich rynkach.

Realną wartością są aktywa finansowe, które stanowią dzisiaj znaczne źródło dochodów giełdy. Jednocześnie GPW jest właścicielem 1/3 akcji Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, który jako instytucja rozliczeniowa może być centrum generowania zysków.

A może trójkąt

Jakie scenariusze wchodzi w grę przy włączaniu GPW w struktury ponadnarodowe? Wspomniana oferta giełdy wiedeńskiej i budapesztańskiej stanowi powrót do koncepcji tworzenia samodzielnej platformy regionalnej dla krajów Europy Środkowo-Wschodniej, podobnej do tej, jaką realizuje sojusz nordycki (Norex), gdzie każda z giełd byłaby równym z partnerów i zachowała - przynajmniej w początkowym okresie - swój narodowy charakter. Koncepcja ta nie jest nowa, jednak z uwagi na różnice pomiędzy systemami obrotu poszczególnych giełd oraz brak woli politycznej dla utworzenia takiej platformy, nigdy nie została istotnie rozwinięta. Jeżeli jednak pomysł ten jest ponownie stawiany przez naszych południowych partnerów, to być może należy go poważnie rozważyć, chociażby przez wzgląd na sukces, jaki osiągnął sojusz nordycki.

Norex jest sojuszem giełd skandynawskich, zbudowanym w 1997 na zasadzie umów o wzajemnej współpracy pomiędzy giełdami z Danii, Islandii, Norwegii, Szwecji. Ostatnio sojusz ten poszerzył się o rynki Finlandii, Estonii, Litwy i Łotwy m.in. w wyniku połączenia spółki OM (prowadzącej giełdę w Sztokholmie) z HEX, który wcześniej skonsolidował rynki Estonii i Łotwy z giełdą w Helsinkach. Podstawą sukcesu tego aliansu jest wspólny system transakcyjny - SAXESS, wzajemne członkostwo giełd, pojedyncze miejsce notowań spółek oraz jednolite zasady obrotu i podobne ustawodawstwo.

Najsłabszą stroną scenariusza budowy samodzielnej platformy regionalnej jest zapewne problem kosztów integracji systemów obrotu oraz rozliczania i rozrachunku transakcji w ramach powstałego sojuszu. Giełdy musiałyby zgodzić się na implikację któregoś z systemów obrotu na wspólnej platformie bądź na każdym z połączonych rynków. Ponieważ giełda w Wiedniu dysponuje systemem Xetra, a giełda węgierska oferuje swoim klientom dostęp do rynku niemieckiego poprzez Xetrę, prawdopodobnie ten właśnie system miałby zastosowanie dla wspólnej platformy. Nie można jednak wykluczyć, że byłby to Warset.

Współpraca lub konkurencja

Dużą zaletą obecnej propozycji jest natomiast to, że odzwierciedla ona chęć budowania platformy regionalnej na zasadzie współdziałania największych giełd w regionie. Jeżeli takiego współdziałania nie będzie, pozostaje kierunek samodzielnych sojuszy, na podstawie których poszczególne giełdy mogą również budować swoją pozycję regionalną, ale w

zdecydowanie bardziej konkurencyjnym wymiarze. To, że taki kierunek może być trudny, pokazuje próba utworzenia przez giełdy z Wiednia i Frankfurtu platformy transakcyjnej dla spółek regionu Europy Środkowo-Wschodniej (Newex). Próba zakończyła się niepowodzeniem - tylko kilka spółek zdecydowało się na notowanie na tym rynku, głównie w postaci kwitów depozytowych. Źródłem porażki Newexu można upatrywać w tym, że projekt ten był próbą tworzenia rynku regionalnego bez udziału giełd narodowych.

Platformę regionalną można oczywiście budować we współdziałaniu z silnym partnerem europejskim, jakkolwiek punktem wyjścia powinno być współdziałanie głównych rynków z regionu. Dlatego też opcja wcześniejszego powiązania się GPW z silnym strategicznym partnerem europejskim może być ryzykowna z punktu widzenia tworzenia platformy regionalnej, zwłaszcza jeżeli byłaby realizowana w oderwaniu od planów tworzenia takiej platformy. Scenariusz samodzielnej platformy regionalnej może się jednak okazać mało realistyczny z uwagi na kwestie kosztowe i organizacyjne. Wówczas bardziej naturalną opcją jest alians z silniejszym partnerem europejskim i budowanie pozycji regionalnej w takim układzie - najprawdopodobniej w konkurencji z innymi giełdami lub aliansami.

Mentor nie właściciel

Najlepiej zarysowanym partnerem dla GPW jest obecnie Euronext, choć coraz częściej wymienia się także sojusz nordycki, w którym giełda warszawska mogłaby najprawdopodobniej mieć większe znaczenie. Nie należy też zapominać o giełdzie frankfurckiej oraz o londyńskiej.

Zwłaszcza współpraca z London Stock Exchange mogłaby być bardzo atrakcyjna dla GPW, nawet jeżeli nie przyjęłaby formuły zaangażowania kapitałowego. Po pierwsze, właśnie ta giełda jest typowana przez wielu komentatorów na główną platformę zintegrowanego rynku europejskiego. Po drugie, LSE prowadząc Alternative Investment Market (AIM) ma bardzo dobre doświadczenie w rozwijaniu rynku krajowego przeznaczonego dla średnich spółek. Jest to ważne zarówno z punktu widzenia pożądanej roli rynku kapitałowego w polskiej gospodarce, jak również z uwagi na fakt, iż silna baza krajowa jest niezbędna do skutecznego budowania pozycji na rynku regionalnym. Po trzecie, przeniesiony z brytyjskiego AIM model bardziej liberalnie regulowanego rynku alternatywnego mógłby okazać się bardzo atrakcyjny dla spółek z regionu - zbyt małych, żeby zaistnieć na rynku europejskim lub ponosić na rynkach krajowych koszty ujednoliconych przepisów unijnych dla rynków regulowanych. Być może więc właśnie przy współpracy z Brytyjczykami najłatwiej byłoby uczynić Warszawę Londynem Europy Środkowo-Wschodniej.

Autorzy są pracownikami Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową