

Maciej Dzierżanowski (Parkiet, 18 kwietnia 2001)

Prywatyzacja GPW w Warszawie SA - między interesem publicznym a prywatnym

Upływające właśnie dziesięciolecie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie przyniosło m.in. pierwszą poważniejszą dyskusję na temat jej prywatyzacji. Potrzeba ta generalnie nie jest poddawana w wątpliwość, jakkolwiek pojawia się szereg pytań budzących kontrowersje. Czy giełda ma być spółką, której głównym celem jest maksymalizacja zysku? Czy część jej akcji powinna zostać zaoferowana w ramach oferty publicznej szerokiemu gronu inwestorów? Czy giełda potrzebuje publicznego rynku kapitałowego jako źródła nowych środków? W jakim stopniu konieczne jest wzmocnienie pozycji biur maklerskich w strukturze akcjonariatu GPW? Jaki w ogóle powinien być cel prywatyzacji GPW?

Spróbujmy spojrzeć na te pytania przez pryzmat strategii rozwoju polskiego rynku kapitałowego i różnych grup interesów. Wymaga to objęcia przedmiotem rozważań także Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych oraz Centralnej Tabeli Ofert prowadzącej obecnie rynek pozagiełdowy (w przyszłości zaś rynek nieurzędowy). W obu tych podmiotach GPW w Warszawie posiada istotne udziały. Jednocześnie należy zauważyć, że GPW - będąc spółką państwową - wypracowała w ostatnich latach istotną nadwyżkę finansową (120 mln zł w latach 1998-99), która pozwalała m.in. na realizację szeregu działań (edukacja, promocja itp.) mających na celu wspieranie rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Prywatyzacja GPW musi więc nieść pytanie o sposób zagospodarowania tej nadwyżki w przyszłości.

Kluczową kwestią dla strategii prywatyzacji giełdy wydaje się zabezpieczenie interesów drobnych inwestorów, co jest równoznaczne z zagwarantowaniem takiego wykorzystania nadwyżki wypracowanej przez GPW, które przyczyniałoby się do pozyskiwania tych inwestorów dla krajowego rynku kapitałowego. Dobrym rozwiązaniem nie jest z pewnością publiczna oferta akcji giełdy i bezpośredni udział we własności inwestorów indywidualnych. Oferta taka miałaby co najwyżej pewne znaczenie promocyjne - raczej nieistotne w dłuższym okresie, tym bardziej, że perspektywa utrzymania dotychczasowej rentowności GPW nie jest bynajmniej oczywista.

Interesy indywidualnych inwestorów mogłyby być dobrze zabezpieczone przez odpowiedni udział we własności GPW domów maklerskich oraz państwa, w interesie którego leży rozwój krajowego rynku kapitałowego w oparciu o szeroką bazę inwestorów indywidualnych. Zaangażowanie państwa powinno się jednak realizować w zupełnie nowej formule, ponieważ dotychczasowa okazała się nieefektywna.

Rozwiązaniem, które można sobie wyobrazić, jest stworzenie państwowej agencji, która byłaby odpowiedzialna za rozwój polskiego rynku kapitałowego. Agencja taka powinna być regulowana ustawowo, jakkolwiek w sensie materialnym mogłaby powstać w wyniku wydzielenia z GPW w Warszawie części aktywów oraz funkcji, które *de facto* odpowiadają polityce publicznej w zakresie wspierania rozwoju rynku kapitałowego (w pewnym sensie są to wydatki publiczne). Agencja ta mogłaby stać się także właścicielem części akcji GPW oraz uzyskać część lub całość wpływów z jej prywatyzacji. Instytucja tego typu powinna być bardzo przejrzysta, zaś jej władze musiałyby być obsadzone w drodze konkursu z częstotliwością minimum dwóch lat. Agencja ta powinna być prawdopodobnie przyporządkowana Ministerstwu Finansów, jakkolwiek mogłaby również raportować

bezpośrednio przed Parlamentem. Propozycja przyporządkowania Ministrowi Finansów podyktowana jest koniecznością wykreowania wyraźnie wskazanego ośrodka władzy wykonawczej odpowiedzialnego za rozwój polskiego rynku kapitałowego. Brak takiego ośrodka był dotychczas często wskazywanym ograniczeniem.

Dotychczasowe doświadczenia GPW wskazują, że krajowy rynek urzędowy powinien być zdolny do zupełnie komercyjnego funkcjonowania. Z drugiej strony, doświadczenia CeTO pokazują, że inicjatywa tworzenia krajowego rynku nieurzędowego może wymagać większego zaangażowania czynnika publicznego. Oznacza to, że przy zaproponowanym wcześniej wydzieleniu agencji rządowej zaangażowanie czynnika publicznego we własność GPW mogłoby być stosunkowo nieduże. Tymczasem CeTO mogłoby funkcjonować przy znacznie większym zaangażowaniu czynnika publicznego, ponieważ rozwój rynku nieurzędowego - z pewnością pożądanym z punktu widzenia polityki gospodarczej - będzie zapewne wymagał wsparcia (zapewnienie dużej przejrzystości informacyjnej dla inwestorów, szybkiego i taniego dostępu do rynku, pokrycia analitycznego notowanych i potencjalnych spółek itp.). Z tego względu proponowana wcześniej agencja państwowa mogłaby przejąć część lub wszystkie akcje CeTO posiadane obecnie przez GPW.

Należy podkreślić, że ewentualne bezpośrednie zaangażowanie publiczne we własność docelowo komercyjnego podmiotu powinno podlegać wnikliwej ewaluacji i w określonym momencie zostać wycofane. Moment ten powinien być wyraźnie zarysowany. Zaangażowanie własnościowe państwa powinno także wiązać się z relatywnie mniejszą kontrolą - co oznacza przesunięcie punktu ciężkości w tym względzie w kierunku operatorów gospodarczych.