

ZESZYTY PBR – CASE

17

Fundusze inwestycyjne jako instrument
kreowania rynku finansowego w Polsce

Warszawa 1995

Fundacja Naukowa CASE

Polski Bank Rozwoju S.A.



Fundacja Naukowa CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
00-585 Warszawa, ul. Bagatela 14

Polski Bank Rozwoju S.A.
00-675 Warszawa, ul. Koszykowa 54

Copyright by: Fundacja Naukowa CASE i Polski Bank Rozwoju S.A.

Opracowanie tekstów: Grażyna Gierszewska
Zofia Fidyk-Kowalska
Opracowanie graficzne: Agnieszka Bury

ISSN 1233-121X

MEDIABANK
 **S.A.**

Wydawca:
Mediabank S.A. 00-640 Warszawa, ul. Mokotowska 17

Oddano do druku w maju 1995 r. Nakład 1000 egz.

SPIS TREŚCI

G. Gierszewska:	WPROWADZENIE	4
S. Berkieta:	WPŁYW NARODOWYCH FUNDUSZÓW INWESTYCYJNYCH NA RYNKI KAPITAŁOWE	7
K. Pater:	FUNDUSZE OTWARTE I ZAMKNIĘTE	10
M. Dyl:	ASPEKTY PRAWNE ZWIĄZANE Z FUNKCJONOWANIEM FUNDUSZÓW POWIERNICZYCH W POLSCE	16
K. Sikorski:	UWARUNKOWANIA ROZWOJU FUNDUSZÓW POWIERNICZYCH	19
L. Campbell:	STRATEGIA POLSKIEGO BANKU ROZWOJU W ZAKRESIE ZARZĄDZANIA FUNDUSZAMI.....	21
P. Rymaszewski:	POTRZEBA REGULACJI INSTYTUCJI FINANSOWYCH NA RYNKU KAPITAŁOWYM	23
T. Jędrzejczak:	FUNDUSZE INWESTYCYJNE – WYZWANIA DLA BANKU	27
G. Gierszewska:	DYSKUSJA FUNDUSZE INWESTYCYJNE JAKO INSTRUMENT KREOWANIA RYNKU FINANSOWEGO W POLSCE	31
M. Górzyński:	POSIADACZE ZNACZNIEJSZYCH PAKIETÓW AKCJI NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE (stan na dzień 20.11.1994 r.)	36

WPROWADZENIE

Zeszyty PBR-CASE prezentują wystąpienia panelistów oraz dyskusję na temat funduszy inwestycyjnych jako instrumentu kreowania rynku finansowego w Polsce. Problematyka funduszy inwestycyjnych jako istotne zagadnienie dla rozwoju sektora bankowego i rynku kapitałowego w naszym kraju została silnie wyartykułowana podczas seminarium na temat perspektyw bankowości inwestycyjnej w Polsce, które odbyło się w październiku 1994 r. Ewa Balcerowicz otwierając spotkanie wskazała, że stanowi ono wyjście naprzeciw potrzebom środowiska, które widzi konieczność uregulowania wielu problemów związanych z tworzeniem i funkcjonowaniem funduszy inwestycyjnych w Polsce.

Seminarium odbyło się 26 stycznia 1995 r. i miało nieco odmienną formułę od dotychczasowych. Z uwagi na fakt zaproszenia do dyskusji siedmiu panelistów trwało ono znacznie dłużej niż zazwyczaj i zostało podzielone na dwie części. W pierwszej z nich zajęto się problemami regulacji, tworzenia zasad funkcjonowania funduszy inwestycyjnych oraz aspektów prawnych dotyczących konkretnych instytucji rynku kapitałowego.

Jako pierwszy zabrał głos doradca Ministra ds. Narodowych Funduszy Inwestycyjnych w Ministerstwie Przekształceń Własnościowych Stanisław Berkiet, który przedstawił wpływ Narodowych Funduszy Inwestycyjnych na rynki kapitałowe. Szczegółowo problematykę funduszy otwartych i zamkniętych, ich znaczenie dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce naświetlił doradca Ministra Przekształceń Własnościowych Krzysztof Pater. Aspekty prawne związane z funkcjonowaniem funduszy powierniczych w Polsce – tak jak to widzi i pragnie uregulować Komisja Papierów Wartościowych – zaprezentował jej przedstawiciel, specjalista ds. Funduszy Powierniczych, Biura Domów Maklerskich i Funduszy Powierniczych KPW. Pierwszą część dyskusji prowadził wiceprezes Polskiego Banku Rozwoju S.A. Mieczysław Groszek.

Po przerwie prowadzenie spotkania objął Maciej Krzak, Główny Ekonomista ING Bank. Swoje poglądy zaprezentowało czterech panelistów, których można określić mianem praktyków gospodarczych. Stąd w wystąpieniach przeważały aspekty pragmatyczne i problem dostosowania uregulowań prawnych pod kątem ich użyteczności i sprawności funkcjonowania na rynku kapitałowym w aktualnej sytuacji i przy uwzględnieniu długiego horyzontu czasowego.

Krzysztof Sikorski, dyrektor Departamentu Inwestycji PPHP PIONEER S.A., przedstawił uwarunkowania rozwoju funduszy powierniczych w Polsce. Strategię Polskiego Banku Rozwoju S.A. w zakresie zarządzania funduszami omówiła Louise Campbell dyrektor banku w PBR S.A. Niezależny konsultant, członek Rady Banku Przemysłowo-Handlowego Piotr Rymaszewski zajął się problematyką regulacji instytucji finansowych na rynku kapitałowym, przedstawiając argumenty za i przeciw określonych wariantów rozwiązań. Tomasz Jędrzejczak, doradca w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi postawił kwestię funduszy inwestycyjnych jako swostego rodzaju wyzwania dla banku.

Dyskusja podczas seminarium miała również nietypowy przebieg, gdyż bardzo zaciekle polemizowali ze sobą paneliści i często włączali się w nią prowadzący seminarium.

Z uwagi na fakt, że wielokrotnie wracano do pewnych problemów, niektóre wypowiedzi były bardzo zwięzłe opracowano dyskusję w formie zwartej, bez przytaczania każdorazowo autorów poszczególnych wypowiedzi – zostali oni jedynie wymienieni w gronie osób zabierających głos.

Część tekstów została przygotowana przez panelistów i traktujemy je jako opracowania autorskie. Wypowiedzi i dyskusja podczas seminarium zostały spisane i opracowane przez Zofię Fidyk-Kowalską i Grażynę Gierszewską z Fundacji Naukowej CASE. W imieniu organizatorów – Polskiego Banku Rozwoju S.A. i Fundacji Naukowej CASE – serdecznie dziękuję wszystkim panelistom za udział w spotkaniu, przygotowanie tekstów lub szybką ich autoryzację.

Do prezentowanego opracowania dołączyliśmy listę posiadaczy znacniejszych pakietów akcji na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie wraz z komentarzem przygotowanym przez Michała Górzyńskiego.

Grażyna Gierszewska

Lista gości obecnych na seminarium PBR–CASE, które odbyło się 26.01.95 r.:

Antoniewicz Witold	Bank Gdański S.A.
Antonowicz Marta	Polski Bank Rozwoju S.A.
Artur Morka	„Gazeta Wyborcza“
Błaszczyk Barbara	Fundacja Naukowa CASE
Balcerowicz Ewa	Fundacja Naukowa CASE
Bandachowicz Daniel	Polski Bank Rozwoju S.A.
Bartos Andrzej	Polski Bank Rozwoju S.A.
Berkieta Stanisław	Ministerstwo Przekształceń Własnościowych
Biernacki Jarosław	Ministerstwo Finansów
Blusiewicz Janusz	Polski Bank Inwestycyjny S.A.
Bochniarz Henryka	NICOM Ltd
Bojańczyk Bożena	Bank Przemysłowo Handlowy SA
Borkowska Bogumiła	Polski Bank Rozwoju S.A.
Brent Przemek	Agencja Rozwoju Przemysłu S.A.
Brent Przemek	Agencja Rozwoju Przemysłu S.A.
Campbell Louisa	Polski Bank Rozwoju S.A.
Chmielewski Krzysztof	Fundacja Naukowa Case
Choryło Dariusz	PeKaO S.A.
Czypionko Norbert	Deutsche Bank
Długotłęcka Krystyna	Komisja Papierów Wartościowych
Dąbrowski Janusz	Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową
Drygalski Jerzy	BMF Capital
Dyl Marcin	Komisja Papierów Wartościowych
Dziedzic Liliana	Agencja Rozwoju Przemysłu
FidykKowalska Zofia	Fundacja Naukowa CASE
Filipowicz Leszek	BMF Capital
Freyberg Ewa	Ministerstwo Przekształceń Własnościowych
Gadaj Zygmunt	Ministerstwo Finansów
Gasparski Wojciech	Instytut Filozofii i Socjologii P.A.N.
Gierszewska Grażyna	Fundacja Naukowa CASE
Gizbert Studnicki Paweł	Bank Przemysłowo Handlowy S.A.
Groszek Mieczysław	Polski Bank Rozwoju S.A.
Jacewicz Krzysztof	Polska Grupa Zarządzania Funduszami
Jaszczyński Dariusz	Premium Econ Business & Finance
Jędrzejczak Tomasz	Bank Handlowy S.A.
Jóskowiak Jerzy	Powszechny Bank Gospodarczy S.A.
Kaliszyk Janusz	Bank Przemysłowo Handlowy S.A.
Kazimierczyk Piotr	Polski Bank Rozwoju S.A.
Kiedrowicz Beata	Polska Grupa Zarządzania Funduszami
Kokoszcyński Ryszard	Narodowy Bank Polski
Komorowski Jerzy	Bank Inwestycyjny S.A.
Kowalska Marzena	„Życie Gospodarcze“
Krzak Maciej	ING – Internationale Nederlanden Bank NV
Kurkliński Lech	Polski Bank Inwestycyjny S.A.
Kwiatkowski Wojciech	Polski Bank Inwestycyjny S.A.
Malecki Kazimierz	Polski Bank Inwestycyjny S.A.
Machnikowska Anna	Polish Business Offers Sp. z o.o.
Maj Janusz	Polski Bank Inwestycyjny S.A.
Mikulski Krzysztof	Polski Bank Inwestycyjny S.A.
Monkiewicz Jan	Urząd Rady Ministrów
Muszalski Paweł	PeKaO S.A.
Niemywska Joanna	Agencja Rozwoju Przemysłu S.A.
Oidakowski Łukasz	Polski Bank Rozwoju SA
świderek Tomasz	„Rzeczpospolita“
Pater Krzysztof	Ministerstwo Przekształceń Własnościowych
Pietraszkiewicz Krzysztof	Związek Banków Polskich
Podsiadło Andrzej	P K O BP
Rafałko Roman	Bank Handlowy S.A.
Rakowicz Jan	Polska Grupa Zarządzania Funduszami
Rodziewicz Antoni	Polish Business Offers Sp. z o.o.
Rosiński Gawel	Agencja Rozwoju Przemysłu
Rymaszewski Piotr	Bank Przemysłowo Handlowy
Słomski Zenon	Bank Rozwoju Eksportu S.A.
Sarna Jarosław	Agencja Rozwoju Przemysłu S.A.
Sikorski Krzysztof	PPFP „Pioneer“ S.A.
Solarz Jan	Narodowy Bank Polski
Wolf Tomasz	„Życie Gospodarcze“
Zaręba Jadwiga	Bank Przemysłowo Handlowy S.A.

WPŁYW NARODOWYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH NA RYNKI KAPITAŁOWE (tekst autorski)

*Stanisław Berkiet*¹

Tematem mojego wystąpienia mają być Narodowe Fundusze Inwestycyjne i ich wpływ na rynek kapitałowy. Jednak zanim skoncentruję nad specyfiką Narodowych Funduszy Inwestycyjnych chciałbym w skrócie przedstawić inne instrumenty Programu Powszechnej Prywatyzacji gdyż każdy z nich będzie odgrywał znaczną rolę w zmianie dynamiki i jakości rynku.

W odróżnieniu od programów powszechnej prywatyzacji w Rosji i Republice Czeskiej, polski Program Powszechnej Prywatyzacji ma na celu nie tylko uwłaszczenie obywateli ale i doprowadzenie do restrukturyzacji przemysłu.

W ramach programu przewiduje się emisję trzech rodzajów papierów wartościowych:

- akcji spółek uczestniczących w programie
- świadectw udziałowych
- akcji Narodowych Funduszy Inwestycyjnych

Emisje te wpłyną na dynamikę rozwoju polskiego rynku kapitałowego poprzez wzrost liczby papierów wartościowych znajdujących się w obrocie publicznym i prywatnym oraz przez poziom zaangażowanych kapitałów.

W następnych 12 miesiącach będą emitowane akcje ponad 400 spółek, akcje 15 NFI oraz udostępnionych będzie 28 milionów świadectw udziałowych. Bezpośrednią konsekwencją tych emisji będzie dwukrotny wzrost kapitalizacji rynkowej a wtórnym efektem napływ nowych inwestorów instytucjonalnych oraz prywatnych – docelowe jest by polski rynek kapitałowy coraz bardziej przypominał rozwinięte, stabilne i efektywne rynki zagraniczne.

Pierwszym papierem wartościowym Programu będzie emisja akcji około 400 spółek.

60% akcji spółek zostanie wniesionych do Narodowych Funduszy Inwestycyjnych w najbliższych miesiącach. Do

15% akcji każdej ze spółek w programie zostanie bezpłatnie przekazanych uprawnionym pracownikom w czasie sześciu miesięcy od alokacji akcji do funduszy a pozostałe akcje przejdą do Skarbu Państwa. Tymi akcjami Skarb Państwa będzie zarządzał jako inwestor pasywny – ma prawo ich zbycia, ale prawo bardzo ograniczone artykułem 47 Ustawy o NFI.

Emisja akcji około 400 spółek, z których tylko część zostanie wprowadzona na giełdę, mogłaby wpłynąć na zwiększenie obrotu akcjami w transakcjach prywatnych. Mając ten fakt na uwadze DNFI przygotował dla spółek formę obrotu na rynku niepublicznym zakładowym, w ten sposób umożliwiając łatwiejszy i bezpieczniejszy obrót otrzymanymi akcjami spółek przez uprawnionych.

Publicznym obrotem jest oferta, wykorzystująca środki masowego przekazu, skierowana do więcej niż 300 osób albo do nieoznaczonego adresata. Wyjątkiem od artykułu ustawy jest obrót pomiędzy uprawnionymi.

Obrót niepubliczny zakładowy zapewni jednocześnie rynkową wycenę akcji, a przez to wycenę majątku Narodowych Funduszy Inwestycyjnych.

Rynek zakładowy niepubliczny dostępny będzie jednak tylko dla uprawnionych.

DNFI uważa za konieczne szybkie uruchomienie publicznego rynku pozagiełdowego umożliwiającego osobom nieuprawnionym włączyć się do obrotu akcjami spółek. W ten sposób osiągnięta większa płynność umożliwi dokładniejszą rynkową wycenę, większą przejrzystość obrotu akcjami spółek oraz obniżenie ogólnych kosztów funkcjonowania rynku.

Jeszcze ważniejszym argumentem przemawiającym za powstaniem rynku pozagiełdowego jest możliwość stworzenia spółkom dostępu do nowych źródeł kapitału.

Świadomi, że wprowadzenie efektywnego rynku pozagieldowego pociągnie za sobą potrzebę znacznego rozwoju infrastruktury rynku kapitałowego, uważamy, że wskazane jest szybkie wdrożenie jakiejś formy przejściowej tego rynku. W tym celu odbywają się kolejne spotkania KPW, ZDM oraz Ministerstwa.

Kolejnym instrumentem finansowym programu będzie Świadcstwo Udziałowe

W wyniku realizacji Programu Powszechnej Prywatyzacji zostanie wprowadzony do obrotu nowy, nie istniejący dotychczas w Polsce typ papieru wartościowego. Nazwa „Świadcstwo udziałowe” najlepiej odzwierciedla znaczenie tego papieru wartościowego. Reprezentować będzie majątek – 60% akcji spółek – wniesionych do Narodowych Funduszy Inwestycyjnych i jest formą przejściową do całkowitego uwłaszczenia obywateli. Zostaną oni właścicielami NFI, a pośrednio spółek programu. Można, używając terminologii zachodniej wyobrazić sobie świadcstwo udziałowe jako udział inwestycyjny w „funduszu funduszy”. Ryzyko straty w przypadku posiadania takiego udziału w „funduszu funduszy” w momencie zmiany kursu akcji spółki lub akcji funduszu powinno być mniejsze niż w przypadku posiadania akcji jednego z tych podmiotów.

Świadcstwo udziałowe będzie dystrybuowane w formie fizycznej, ale może podlegać dematerializacji i być obracane na rynku giełdowym. Ustawa o NFI przewiduje, że świadcstwo udziałowe jest automatycznie dopuszczone do publicznego obrotu, więc będzie tylko trzeba ustalić z Radą Giełdy moment wprowadzenia świadcstwa do obrotu giełdowego. Obrót świadcstwami w formie materialnej na wolnym rynku oraz w formie zdematerializowanej na rynku publicznym zapewni każdemu obywatelowi możliwość wzięcia udziału w Programie Powszechnej Prywatyzacji. Jednocześnie obrót w formie materialnej na rynku wolnym, w naturalny sposób, zabezpiecza rynek przed potrzebą otwarcia bardzo dużej liczby nowych rachunków inwestycyjnych przez klientów biur maklerskich.

Ostatnią fazą programu jest emitowanie akcji Narodowych Funduszy Inwestycyjnych.

Po dopuszczeniu akcji wszystkich funduszy do publicznego obrotu, możliwe będzie dokonanie wymiany świadcstw udziałowych na akcje wyznaczonych do tego celu Narodowych Funduszy Inwestycyjnych. W rezultacie tej

wymiany wniesiona do Narodowych Funduszy Inwestycyjnych część majątku (85%) trafi w ręce obywateli w postaci akcji tych funduszy. Obrót akcjami będzie się odbywał prawdopodobnie tylko na rynku giełdowym.

Do momentu rozporządzenia właściwego ministra określającego dzień umorzenia świadcstwa udziałowego, przewiduje się równoczesny obrót akcjami poszczególnych NFI jak i świadcstwami reprezentującymi udział we wszystkich NFI. Decyzja inwestycyjna będzie zależała od strategii poszczególnych inwestorów.

W drugiej części wystąpienia chciałbym skoncentrować się na roli Narodowych Funduszy Inwestycyjnych w procesie kreowania nowych podmiotów polskiego rynku kapitałowego i edukacji wszystkich uczestników tego rynku.

Narodowe Fundusze Inwestycyjne są pierwszymi funduszami typu zamkniętego w Polsce. W innych krajach fundusze zamknięte są formą zarządzania portfelem akcji spółek będących mało lub zupełnie nie płynnych na giełdach krajowych. Inwestorzy w funduszu zamkniętym są przeważnie pasywni, ale sam fundusz ma charakter inwestora aktywnego.

Narodowe Fundusze Inwestycyjne zostały zaprojektowane jako instytucje kapitałowe, to znaczy spółki akcyjne zarejestrowane w Polsce, z polskimi radami nadzorczymi, których głównym działaniem jest powiększanie wartości powierzonego im majątku. (Por. schemat).

Generalne podejście do zwiększania wartości funduszy realizowane może być w czterech obszarach:

1. Doradztwo, nadzór i współdziałanie z zarządami spółek, w których dany fundusz ma pakiet wiodący, w celu ich restrukturyzacji i zapewnienia odpowiedniego poziomu dochodów w postaci przyrostu wartości oraz dywidendy.
2. Aktywna polityka doboru składników portfela inwestycyjnego poprzez obrót pakietami mniejszościowymi.
3. Inwestycje portfelowe nie związane z PPP.
4. Własne inwestycje kapitałowe ze środków pochodzących z dywidend, sprzedaży akcji oraz podwyższenia kapitału.

Aktywne podejście do zarządzania pakietem wiodącym zakłada między innymi: ułatwianie dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania, zmiany strukturalne i własnościowe, poszukiwanie nowych rynków oraz współdziałanie z kadrą zarządzającą spółki.

Firmy zarządzające nie dysponują własnymi zasobami kapitałowymi, są jednak przygotowane do zapewnienia funduszom oraz poszczególnym spółkom dostępu do kapitału poprzez: pożyczki z międzynarodowych instytucji finansowych, pożyczki komercyjne dewizowe i zlotówkowe, emisje obligacji, podwyższanie kapitału w ofercie publicznej lub przez znalezienie strategicznego inwestora oraz wykorzystywanie programów pomocowych np. z zakresu ochrony środowiska. Obecność profesjonalnej firmy zarządzającej w pewnym stopniu uwiarygadnia spółkę. Powinienem jednak wspomnieć, że bez uzyskiwania specjalnej zgody ze strony rady nadzorczej, zarząd funduszu będzie mógł zaciągać pożyczki do wysokości 50% swoich aktywów.

Jasne jest, że z chwilą wniesienia ich akcji do NFI, dotychczasowe jednoosobowe spółki Skarbu Państwa staną się firmami prywatnymi. Oznacza to, że partnerem do prowadzenia negocjacji w sprawie związków spółki z zewnętrznym inwestorem nie będzie już administracja państwowa tylko podmiot prawa handlowego spełniający dla danej spółki rolę inwestora strategicznego. Konsekwencją jest uproszczenie procedury i skrócony czas negocjacji.

Również ważny wpływ na rynki kapitałowe wywrą same NFI poprzez zarządzanie pakietami mniejszościowymi. W momencie startu, majątek NFI składać się będzie z 30 pakietów wiodących oraz około 400 pakietów mniejszościowych. W sumie pakiety mniejszościowe będą stanowić

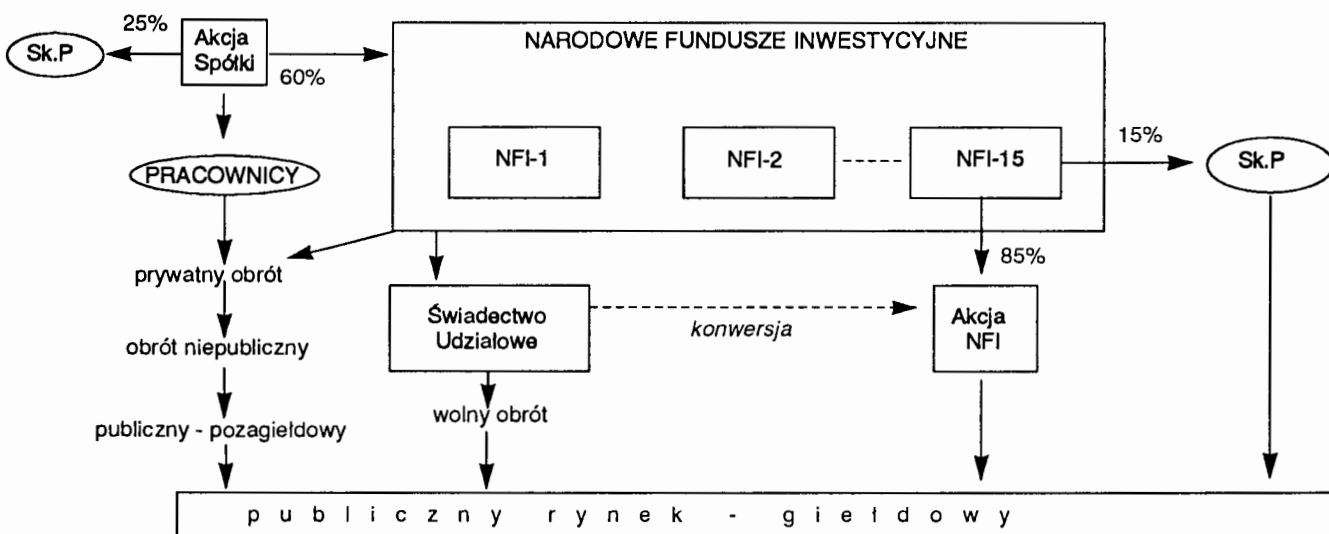
45% majątku NFI. Praktyczne działania firmy zarządzającej wobec spółek pakietów mniejszościowych koncentrować się będą na zbieraniu o nich informacji, nadzorze tych spółek oraz na wymianie aktywów, by stworzyć bardziej efektywny portfel do zarządzania. W interesie NFI będzie zwiększanie płynności akcji spółek, a więc stworzenie sprawnego rynku pozagiełdowego.

Jako pewne potwierdzenie naszego podejścia to znaczy „uwłaszczenia wraz z restrukturyzacją przemysłu przez Program Powszechnej Prywatyzacji” czytaliśmy przedwczo-raj w Finacial Times, że Nomura International wykupuje największy fundusz w Słowacji VUB Kupon. Celem Nomura jest aktywne zarządzanie portfelem, gdyż uważają, że to zredukuje dzisiejszy 4%-owy dyskont ceny akcji funduszu.

Program jest jak najbardziej powtarzalny. Jedyną krytyką słyszaną coraz częściej jest, że Program Powszechnej Prywatyzacji faworyzuje pracowników przemysłu lekceważąc inne sektory. Odbывают się jednak dyskusje z odpowiednimi resortami w sprawach tworzenia, w jak najszybszym tempie, funduszy rekompensacyjnych dla sfery budżetowej i rencistów oraz funduszy na wsparcie poszczególnych sektorów budżetowych, na przykład ubezpieczeń.

¹ Stanisław Berkieta jest Doradcą Ministra ds Narodowych Funduszy Inwestycyjnych w Ministerstwie Przekształceń Własnościowych.

OBRÓT PAPIERAMI PROGRAMU NFI



FUNDUSZE INWESTYCYJNE – OTWARTE I ZAMKNIĘTE

koncepcja ustawowej regulacji

(tekst autorski)

*Krzysztof Pater*¹

Od kilku lat panuje dość powszechne przekonanie, w środowisku związanym z polskim rynkiem kapitałowym, że jednym z podstawowych czynników, warunkujących jego dalszy rozwój i stabilizację, jest powstanie większej liczby inwestorów instytucjonalnych. W tym gronie wymienia się przede wszystkim fundusze otwarte, których działalność jest obecnie możliwa na podstawie przepisów zawartych w rozdziale 8 ustawy z dnia 22 marca 1991 r. (prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych), a także fundusze zamknięte, dla których działalności wciąż brak jest podstaw prawnych. W perspektywie grono tych inwestorów zostanie także uzupełnione przez fundusze emerytalne.

Fundusze inwestycyjne stanowią ważny element w gospodarce wolnorynkowej, reprezentując jeden z głównych typów pośredników w realokacji kapitału od osób fizycznych i podmiotów gospodarczych, mających okresowe nadwyżki kapitałowe w stosunku do ich potrzeb konsumpcyjnych lub inwestycyjnych, do podmiotów gospodarczych mających okresowy deficyt kapitałowy. Trwające obecnie prace mają na celu opracowanie i uzgodnienie (zwłaszcza pomiędzy dwoma najbardziej zainteresowanymi organami administracji t.j. Ministerstwem Przekształceń Własnościowych i Komisją Papierów Wartościowych) podstawowych założeń projektu ustawowej regulacji zasad działania funduszy zamkniętych.

Jedną z podstawowych rozbieżności dotyczy już samego usytuowania tej regulacji - czy winien być to kolejny rozdział lub rozdziały Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, tak jak to proponuje Komisja Papierów Wartościowych, czy też należałoby stworzyć całkowicie nową ustawę, regulującą zasa-

dy działania wszystkich typów funduszy inwestycyjnych, z czym wiązałoby się m.in. przeniesienie do nowej ustawy całego rozdziału 8 Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, dotyczącego funduszy powierniczych. Zdaniem Ministerstwa Przekształceń Własnościowych nie można doprowadzać do sytuacji nadmiernego rozbudowania ustawy „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi”, poprzez stopniowe włączanie do tej regulacji kolejnych przepisów, n.p. określających zasady funkcjonowania niektórych instytucji działających na rynku kapitałowym gdyż:

1) prowadziłoby to do utraty podstawowego charakteru tej regulacji, opartego na głównym celu jakim jest określenie zasad publicznego obrotu papierami wartościowymi,

2) doświadczenie pokazuje, że ustawy obszerne, regulujące szereg różnorodnych zagadnień stają się mniej czytelne, a procedura dokonywania ewentualnych zmian ulega znacznemu wydłużeniu (stąd n.p. szereg ustaw podatkowych a nie tylko jedna, kilka ustaw regulujących zasady tworzenia różnych podmiotów gospodarczych, pomimo istnienia Prawa Bankowego odrębna ustawa o Narodowym Banku Polskim),

3) już obecnie, w sposób odrębny został uregulowany problem Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, a przecież można zakładać, że udział obrotów świadectwami udziałowymi, jak i w przyszłości akcjami tych funduszy (a w mniejszym stopniu także akcjami spółek objętych Programem Powszechnej Prywatyzacji) będzie miał duży wpływ na polski rynek kapitałowy,

4) ustawa o obligacjach stanowi odrębny akt prawny, a projektowana zmiana także zakłada uchwalenie przez Sejm nowej ustawy o obligacjach a nie tworzenie kolej-

nych rozdziałów w ustawie „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi”,

5) próba usytowania w jednej ustawie zasad publicznego obrotu papierami wartościowymi oraz zasad działania funduszy inwestycyjnych byłaby zjawiskiem dość dziwnym, także w porównaniu z doświadczeniami innych państw (jak np. ustawa niemiecka licząca 55 artykułów czy ustawa amerykańska z 1940r.) ponadto jest prawdopodobne, że zagadnienia dotyczące funduszy inwestycyjnych stanowiąby w ostatecznej wersji ponad połowę ustawy.

Stanowisko Ministerstwa Przekształceń Własnościowych opiera się na założeniu, że ustawa „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi” (taki tytuł powinna ona mieć po dokonanych zmianach) winna być podstawowym aktem regulującym zasady obrotu oraz zawierać pewne fundamentalne regulacje, mające zastosowanie do wszystkich instytucji działających na rynku kapitałowym jak n.p. dotychczasowy rozdział 9 - Odpowiedzialność cywilna i karna, czy pewne wspólne definicje i postanowienia, które będą miały zastosowanie zarówno do funduszy otwartych jak i zamkniętych, a w przyszłości także n.p. do emerytalnych.

Kolejną rozbieżnością, opóźniającą prace nad prawną regulacją funduszy zamkniętych jest określenie ich formy prawnej. Można właściwie uznać, że rozwiązanie tego problemu jest warunkiem szybkiego opracowania projektu odnośnej ustawy. Jest to jednak o tyle trudne, że sprowadza się do dokonania wyboru określonej koncepcji, a poszukiwanie jakiegoś kompromisu w tym względzie nie jest możliwe.

W II połowie 1993 r., gdy prowadzono prace nad nowelizacją ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, zrezygnowano z obejmowania regulacją problematyki funduszy zamkniętych. Koncepcja zawarta w ówczesnym projekcie nie zamarta jednak i dziś powraca, budząc sprzeciw Ministerstwa Przekształceń Własnościowych. Koncepcja ta sprowadza się do próby tworzenia funduszu zamkniętego, zarządzanego przez towarzystwo funduszy powierniczych.

Przyczyna powstania projektu, tak mało atrakcyjnej formy funduszu zamkniętego, winna być analizowana w powiązaniu z uwarunkowaniami historycznymi, w tym

także z przyczynami, które legły u podstaw obecnej regulacji funduszy otwartych. Wynikały one z istoty systemu prawa kontynentalnego, do którego należy także polskie prawo handlowe, nie pozwalające na tworzenie spółki o zmiennej wielkości kapitału, (co jest podstawową cechą funduszu otwartego). Aby stworzyć fundusze otwarte w Polsce, bez konieczności dokonywania zmian w Kodeksie Handlowym, twórcy pierwszej ustawy w 1991r. wprowadzili interesujące i twórcze rozwiązanie polegające na oddzieleniu aktywów funduszu od instytucji zarządzającej nazwanej „towarzystwem funduszy powierniczych”. Najpoważniejszą ułomnością tego rozwiązania tkwi w niedoskonałych gwarancjach dla inwestorów. Obecnie bowiem tytuł prawny do środków zgromadzonych przez klientów funduszu przysługuje towarzystwu. Gdyby przyjął, że na skutek zaciągnięcia przez towarzystwo, w imieniu własnym i na własny rachunek, zobowiązania znacznie przewyższającego jego możliwości, dochodzi do jego upadłości, wierzyciele mogą dochodzić roszczeń także na majątku inwestorów funduszu.

Zabieg powyższy był jednak konieczny dla szybkiego utworzenia drogi rozwoju pierwszych funduszy inwestycyjnych w Polsce. Obecnie, dla usunięcia tego mankamentu, projekt nawelizacji ustawy przewiduje, że wierzyciele towarzystwa mogą żądać zaspokojenia tylko z jego odrębnego majątku, a nie z majątku funduszu. Bezkrzytyczne przenoszenie tego zabiegu na fundusze zamknięte nie ma jednak uzasadnienia gdyż:

1) nie istnieje przyczyna rozdzielania funduszu od jego zarządcy, jaką w przypadku funduszy otwartych jest zmienny kapitał,

2) rezygnuje się z wypracowanych przez lata, opartych na wieloletnich doświadczeniach, mechanizmach ochrony inwestorów, jakie wynikają z Kodeksu Handlowego, a które miałyby zastosowanie, gdyby została przyjęta koncepcja funduszu zamkniętego jako spółki akcyjnej - nie można bowiem uznać za wystarczający pomysł tzw. Zgromadzenia Uczestników, które jest ważne o ile jest na nim reprezentowana przynajmniej 1/3 ogólnej wartości aktywów funduszu przypadających na certyfikaty,

3) koncepcja taka nie ma zastosowania w żadnym innym kraju, co oznacza, że nie można opierać się na doświadczeniach (i błędach) innych,

4) koncepcja pomija milczeniem to co i tak się dokonuje t.j. powstawanie spółek akcyjnych, pełniących de facto rolę funduszy zamkniętych - których działalność nie będzie w żaden sposób regulowana, mimo że może mieć znaczący wpływ na rynek.

Propozycja Ministerstwa Przekształceń Własnościowych zakłada, że funduszem zamkniętym byłaby spółka akcyjna, spełniająca określone kryteria i wymogi ustawowe. Główne różnice w stosunku do idei „zamkniętego funduszu powierniczego” to:

1) pełniejsza, oparta na wieloletnich doświadczeniach, formuła ochrony inwestorów będących w tym momencie akcjonariuszami, powodująca, że mają oni wpływ na politykę inwestycyjną „swojego” funduszu, a nie są zdani wyłącznie na decyzje towarzystwa. Jest to szczególnie istotne, biorąc pod uwagę fakt, że o ile w przypadku obecnego funduszu otwartego istnieje stosunkowo prosta droga do wycofania się z inwestycji poprzez umorzenie jednostki uczestnictwa, o tyle w przypadku funduszu zamkniętego jest to utrudnione i sprowadza się do znalezienia nabywcy (akcji, udziału czy certyfikatu inwestycyjnego). Rolę pośrednika w tym obrocie mogłaby pełnić np. Giełda. Należy także pamiętać, że zazwyczaj akcje funduszu zamkniętego są notowane poniżej wartości aktywów funduszu - o ile różnica ta jest duża i naraża inwestorów na poważne straty. Przyznanie im praw korporacyjnych daje możliwość aktywnego przeciwdziałania temu zjawisku poprzez wdrażanie różnego rodzaju programów naprawczych poprzez np. zmianę jego władz, zmianę strategii czy podjęcie działań w kierunku przekształcenia funduszu w fundusz otwarty,

2) fakt, że fundusz zamknięty w formie spółki akcyjnej, której akcje mogłyby być dopuszczone do publicznego obrotu, wydaje się konstrukcją atrakcyjną także poprzez swoją prostotę i zrozumiałość, zarówno dla inwestorów zagranicznych jak i szerokiego grona obywateli polskich, którzy wkrótce przejdą w tym względzie podstawową edukację, poznając istotę działania Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (także w formie spółek akcyjnych).

Projekt zakłada, że funduszem zamkniętym może być wyłącznie spółka akcyjna, wprowadzając ponadto określenie, że czynnikiem decydującym o uznaniu określonej spółki akcyjnej za fundusz inwestycyjny będzie bądź

fakt, że głównym przedmiotem przedsiębiorstwa jest lokowanie środków pieniężnych akcjonariuszy w prawa inwestycyjne bądź też fakt ulokowania w prawach inwestycyjnych (w jakimkolwiek momencie) określonej części (n.p. ponadto 50%) swoich aktywów. Od tak ogólnej definicji istniałoby, ze względów społecznych lub praktycznych, kilka wyjątków - do najważniejszych można zaliczyć banki, firmy ubezpieczeniowe, spółki których głównym przedmiotem działalności nie jest inwestowanie w prawa inwestycyjne a przekroczenie dopuszczalnego udziału praw inwestycyjnych w aktywach ogółem miało by charakter krótkoterminowy, ustawowo określony, np. nie dłuższy niż 3 miesiące, spółki o niewielkiej liczbie akcjonariuszy).

Jednocześnie ustawa wprowadzałaby zakaz przedsięwzięć o charakterze zamkniętego funduszu w formie innej niż spółka akcyjna. Spółka akcyjna będąca zamkniętym funduszem powinna emitować tylko jedną klasę akcji o identycznych uprawnieniach, a jej kapitał akcyjny musiałby być pokrywany w całości w gotówce.

Projekt Ministerstwa Przekształceń Własnościowych nie tylko zakłada regulację zasad tworzenia i działania funduszy zamkniętych, ale także wprowadzenie nowych, dodatkowych rozwiązań zabezpieczających interesy inwestorów w funduszach otwartych zarówno poprzez wprowadzenie pewnych uregulowań „wspólnych” dla obu typów funduszy, których część mogłaby mieć zastosowanie także w przyszłości, podczas tworzenia innych regulacji, jak i pewne nowe rozwiązania dla funduszy otwartych.

Jednym z najważniejszych elementów proponowanej przez Ministerstwo regulacji jest wprowadzenie szerokiej, a zarazem bardzo precyzyjnej definicji tzw. „praw inwestycyjnych”, niezbędne do określenia przedmiotu ustawy (bo- wiem ustawa regulowałaby zbiorowe inwestowanie właśnie w te „prawa”), poprzez określenie, że są nimi, „niezależnie od tego czy są one ucieleśnione w odrębnym dokumencie czy też nie, prawa płynące z akcji spółek akcyjnych, obligacji, udziałów w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, udziałów komandytariuszy w spółkach komandytowych, jednostek uczestnictwa w funduszach powierniczych, transakcji terminowych, opcji, bankowych lokat pieniężnych, jak również prawa pochodne związane z tymi prawami, w tym także prawo poboru i prawo pierw-

szeństwa nabycia, a ponadto inne prawa majątkowe o charakterze inwestycji kapitałowej w przedsięwzięcie gospodarcze, którego rezultaty ekonomiczne zależą głównie od działalności osób innych niż inwestor".

Ważnym elementem projektowanej ustawy jest próba kompleksowego uregulowania problemu wpływu jednego podmiotu na działalność innego lub kontroli jednego podmiotu nad innym. Podstawę stanowi bardzo precyzyjna definicja tzw. podmiotów afiliowanych (choć nazwa może być oczywiście inna), zgodnie z którą m.in.:

1) podmiot uprawniony do wykonywania prawa głosu w odniesieniu do 5% (lub więcej) akcji lub udziałów w innym podmiocie uważa się za podmiot afiliowany tego podmiotu,

2) jeżeli jeden podmiot jest kontrolowany przez drugi, uważa się, że są one afiliowane względem siebie, są kontrolowane przez ten sam podmiot,

3) członków władz, prokurentów i pracowników spółki uważa się za podmioty afiliowane tej spółki,

4) przedsiębiorstwo doradcze zarządzające majątkiem funduszu zamkniętego oraz bank powierniczy sprawujący pieczę nad aktywami funduszu uważa się za podmioty afiliowane tego funduszu,

5) za podmioty afiliowane funduszu powierniczego uważa się m. in. towarzystwo funduszy powierniczych, każdego z jego założycieli, akcjonariuszy, członków władz, prokurentów, pracowników, a także bank powierniczy.

Projekt zakłada ponadto wprowadzenie pojęcia afiliacji pierwszego stopnia dla określenia bezpośrednich relacji pomiędzy podmiotami, opartych na powyższych kryteriach oraz pojęcia afiliacji drugiego stopnia dla zobrazowania związków pośrednich pomiędzy kilkoma podmiotami, które łączy to, że pozostają w stosunku afiliacji pierwszego stopnia z innym tym samym podmiotem. Za jeszcze bardziej dominującą relację uznaje się „kontrolę jednego podmiotu nad innym”, przyjmując, że za bezsporny należy uznać fakt takiej kontroli, jeśli podmiot jest uprawniony do wykonywania prawa głosu w odniesieniu do 25% lub więcej akcji lub udziałów z prawem głosu innego podmiotu, natomiast w innym wypadku fakt kontroli musiałby być stwierdzony przez Komisję Papierów Wartościowych. Wydaje się, że definicja przyjęta w ewentualnej ustawie mogłaby stanowić fundament dla innych regula-

cji, w których konieczne jest precyzyjne określenie dominującego stosunku pomiędzy podmiotami. Przykładowo: ustawy podatkowe, ustawa z dnia 29.09.1994r. o rachunkowości, która m.in. uznaje za podmiot dominujący ten, który posiada w innej jednostce nie mniej niż 20% głosów na zgromadzeniu akcjonariuszy lub udziałowców lub ustawa z dnia 14.06.1991 r. o spółkach z udziałem zagranicznym, która uznaje m.in., że podmiot jest zależny od podmiotu zagranicznego, gdy ten ostatni posiada ponad 50% głosów na zgromadzeniu - bądź bezpośrednio bądź na podstawie porozumień z innymi akcjonariuszami lub udziałowcami.

Definicje podmiotów afiliowanych oraz kontrolujących stanowią podstawę do nałożenia, w trosce o ochronę interesów inwestora, szeregu ograniczeń, jak np. w rodzaju praw majątkowych, które nie mogą być nabywane przez fundusz, w zakresie zaciągania i udzielania pożyczek i kredytów czy doborze członków rady nadzorczej i ewentualnie komisji rewizyjnej funduszu,

Szczególna funkcja funduszy inwestycyjnych polega na tym, że umożliwiają one rzeszom drobnych inwestorów uczestnictwo w grze na rynkach kapitałowych, bez narażania się na nadmierne ryzyko. Jest to możliwe dzięki tworzeniu dużej puli zasobów kapitałowych, składających się często z niewielkich wkładów dużej liczby inwestorów, które zgodnie z istotą funduszy, są lokowane przy pomocy profesjonalnych doradców, w szeroką gamę odpowiednio zdywersyfikowanych instrumentów. Fundusze inwestycyjne opierają się ze swej istoty na powierzaniu oszczędności drobnych inwestorów profesjonalistom, co stwarza możliwości potencjalnych nadużyć. Z tego względu projekt przewiduje nałożenie na wszystkie fundusze także szeregu innych ograniczeń inwestycyjnych jak np. zakaz nabycia metali szlachetnych czy zawierania kontraktów opiewających na dostawę surowców, zakaz zawierania umów zobowiązujących do zbycia praw inwestycyjnych nie posiadanych przez fundusz w momencie zawierania umowy, prawo zawierania kontraktów terminowych i innych podobnych umów wyłącznie w celu i zakresie niezbędnym do ograniczenia ryzyka inwestycyjnych czy pewnie ograniczenia ilościowe np. dotyczące maksymalnego poziomu inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszy powierniczych czy akcje funduszy zamkniętych.

Aktywa funduszy byłyby powierzane na przechowanie do banku - powiernika. Jego wybór i zmiana przez fundusz inwestycyjny wymagałyby zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych. Do dyskusji pozostaje, czy mógłby być nim bank utworzony w formie spółki akcyjnej, czy także bank państwowy i spółdzielczy oraz jakim minimalnym poziomem kapitału własnego musiałby dysponować. Byłby on zobowiązany do ustalania wartości aktywów netto funduszu, a także ich wartości na jednostkę uczestnictwa lub akcję a ponadto do zapewnienia iż:

1) sprzedaż i umarżanie jednostek uczestnictwa odbywa się zgodnie z prawem, regulaminem funduszu i prospektem inwestycyjnym,

2) w transakcjach dokonywanych na rachunek funduszu należności wpływają na jego konto w terminach zgodnych ze zwykłą praktyką w tym zakresie,

3) przychody funduszu są wykorzystywane zgodnie z prawem, regulaminem funduszu i prospektem inwestycyjnym.

Bank - powiernik byłby ponadto odpowiedzialny za likwidację funduszu powierniczego. Nie mógłby on też pełnić funkcji towarzystwa funduszy powierniczych.

Szczegółowe, odrębne ograniczenia zostałyby nałożone na każdy z typów funduszy. W odniesieniu do funduszy powierniczych podstawowym jest nakaz, aby nie mniej niż 90% aktywów funduszu było ulokowane w prawa inwestycyjne dopuszczone do publicznego obrotu, gotówce oraz krótkoterminowych (do 7 dni) wierzytelnościach, a także jednostkach uczestnictwa w funduszach powierniczych prowadzonych przez inne towarzystwa. Ponadto konieczne jest nałożenie innych, bardziej szczegółowych zakazów dotyczących maksymalnej ilości aktywów funduszu, które mogą być lokowane w prawa inwestycyjne emitowane lub gwarantowane przez Skarb Państwa lub NBP a także w nieruchomości lub ruchomości, w zakresie niezbędnym do sprawowania zarządu majątkiem funduszu.

Ustawa określałaby maksymalny poziom krótkoterminowych kredytów lub pożyczek, jakie mogłoby zaciągać towarzystwo na rachunek funduszu, celem zaspokojenia roszczeń uczestników funduszu o umorzenie jednostek uczestnictwa, wyłącznie jednak pod warunkiem, że uzyskanie środków celem zaspokojenia tych roszczeń po-

przez zbycie praw inwestycyjnych znajdujących się w portfelu byłoby w danym momencie gospodarczo nieuzasadnione lub utrudnione.

Celem projektowanej regulacji byłoby także wprowadzenia poważnego ograniczenia, chroniącego inwestorów przed zmianą celu lub zasad polityki inwestycyjnej funduszu powierniczego. Byłaby ona traktowana jako wypowiedzenie przez towarzystwo umów z uczestnikami funduszu, co wymagałoby dużo wcześniejszego (przynajmniej kilkumiesięcznego) powiadomienia uczestników funduszu.

W przypadku funduszy zamkniętych, gdzie pewna część regulacji chroniących inwestorów wynika już z postanowień Kodeksu Handlowego, koncepcja zakłada możliwość tworzenia dwóch rodzajów funduszy; zdywersyfikowanego i niezdywersyfikowanego. Zdywersyfikowanym byłby fundusz, którego przynajmniej 75% aktywów ulokowana by była w gotówce i prawach inwestycyjnych będących przedmiotem publicznego obrotu, pod warunkiem, że nie przekroczy określonej w ustawie maksymalnej ilości aktywów funduszu, które mogą być lokowane w prawa inwestycyjne tego samego rodzaju lub różnego rodzaju tego samego emitenta. Każdy inny fundusz zamknięty byłby funduszem niezdywersyfikowanym. Do rozważenia pozostaje czy także tego typu fundusze nie powinny mieć ustawowo określonego, minimalnego poziomu dywersyfikacji. Działalność inwestycyjna funduszu zamkniętego mogłaby być prowadzona bądź bezpośrednio przez zarząd (w ramach zarządu uprawnienia do podejmowania decyzji inwestycyjnych miałyby wyłącznie osoby będące doradcami w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi) lub na bazie odrębnej umowy z przedsiębiorstwem doradczym. Ustawa, chroniąc inwestorów przewidywałaby, że umowa taka może być jednak zawsze wypowiedziana po podjęciu stosownej uchwały przez walne zgromadzenie lub radę nadzorczą bez podania przyczyn oraz bez obowiązku zapłaty kary umownej a okres wypowiedzenia przewidziany w umowie nie mógłby być dłuższy niż 90 dni.

Jednym z warunków dynamicznego rozwoju funduszy inwestycyjnych jest stworzenie inwestorom możliwości dokonania realnego wyboru funduszu, któremu mają być powierzone ich środki, po dokonaniu analizy po-

równawczej planowanej strategii inwestycyjnej, związanego z tym ryzyka oraz dotychczasowych wyników poszczególnych funduszy. Ten cel może być osiągnięty m.in. poprzez nałożenie obowiązku publikacji prospektów inwestycyjnych, które, charakteryzując to jednym zdaniem, winny zawierać wszelkie informacje niezbędne dla przeciętnego inwestora do podjęcia racjonalnej decyzji inwestycyjnej, zaś w szczególności do oceny ryzyka inwestycyjnego związanego z lokatą środków w danym funduszu. Prospekty musiałyby być co roku aktualizowane i rozpowszechniane w sposób, szczegółowo określony w ustawie, umożliwiający dotarcie informacji do wszystkich inwestorów, Podobnie zasady obowiązywałyby w odniesieniu do półrocznych i rocznych sprawozdań finansowych.

Projekt zakłada także bardzo precyzyjne określenie zasad wyceny aktywów netto funduszu, przyznając zarazem Przewodniczącemu Komisji Papierów Wartościowych prawo do wydania zarządzenia regulującego niektóre kwestie w sposób jeszcze bardziej szczegółowy. Ponadto celem projektowanej ustawy byłoby także takie określenie zasad publikacji marketingowych dotyczących funduszy, które uniemożliwią świadome lub nieświadomie wprowadzenie w błąd przeciętnego inwestora. Nic nie stoi na przeszkodzie aby przy okazji uregulowano ten problem kompleksowo, w odniesieniu do reklamy wszystkich instytucji rynku kapitałowego a przede wszystkim spółek i domów maklerskich.

Fundamentalnym warunkiem rozwoju zamkniętych funduszy inwestycyjnych, po ustawowym uregulowaniu zasad działania, jest wyposażenie ich w tzw. „przejrzystość podatkową”, co ma miejsce we wszystkich krajach mających rozwinięte rynki kapitałowe. Istota tego za-

gadnienia polega na zwolnieniu funduszy, spełniających określone wymagania ustawowe, z obowiązku płacenia podatku dochodowego od osób prawnych. Należne podatki od dochodów wypłacane przez fundusz w postaci dywidend płaciliby jego akcjonariusze. W przypadku braku takiego zwolnienia akcjonariusz (będący osobą fizyczną) opodatkowany byłby dwukrotnie, co powodowałoby całkowitą nieatrakcyjność tego typu inwestycji. Takie zwolnienie winno być uwarunkowane spełnieniem przez fundusz istotnych dla ustawodawcy, z punktu widzenia społecznego, warunków. Za najważniejsze z nich należałoby uznać:

1) regularną wypłatę dominującej części dochodów funduszu w postaci dywidend (nie mniej niż 90%),

2) spełnianie ustawowych kryteriów funduszu zdwersyfikowanego (miałoby to duże znaczenie z punktu widzenia społecznego, zarazem zaś nie stanowiłoby ograniczenia dla inwestorów gotowych nie tylko na podjęcie większego ryzyka, ale także na „podwójne” opodatkowanie dochodów).

Trudno jest dziś przewidywać jaką ostatecznie formę przyjmie ustawa stanowiąca podstawę działalności funduszy inwestycyjnych. Można mieć nadzieję, że bez względu na dokonane wybory (a oprócz przedstawionych dylematów istnieje szereg innych, drobnych problemów, których rozwiązane także będzie miało wpływ na ostateczny wizerunek tej regulacji), będzie to akt prawny na tyle kompleksowy i spójny, że przyczyni się do rzeczywistego rozwoju polskiego rynku kapitałowego.

¹ Krzysztof Pater jest Doradcą Ministra Przekształceń Własnościowych.

ASPEKTY PRAWNE ZWIĄZANE Z FUNKCJONOWANIEM FUNDUSZÓW POWIERNICZYCH W POLSCE

Marcin Dyl¹

Temat mojego wystąpienia został zakreślony szeroko. Moim zamiarem jest przedstawienie koncepcji uregulowań dotyczących funduszy powierniczych w Polsce.

Zacznę od stwierdzenia, że Urząd Komisji Papierów Wartościowych jest zainteresowany dwoma aspektami funkcjonowania funduszy powierniczych – po pierwsze: zapewnieniem ochrony inwestorów, a po drugie: zapewnieniem bezpieczeństwa obrotów. Stworzenie takiego systemu, który godziłby te dwa cele może przybierać różne formy.

Najważniejszy dla działania funduszy powierniczych jest podmiot, który zarządza tymi funduszami, czyli Towarzystwo Funduszy Powierniczych. Ramy dla funkcjonowania Towarzystwa zostały zakreślone przez ustawę z dnia 22 marca 1991 roku – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz zarządzenia Przewodniczącego KPW. Jedną z ważniejszych kwestii oddziaływających na funkcjonowanie Towarzystwa Funduszy Powierniczych jest kapitał spółki. Wiąże się z tym obowiązek pokrywania kapitału wkładami pieniężnymi, co ma charakter pewnego ułatwienia związanego z eliminacją problemu wyceny aportów. W dotychczasowych uregulowaniach określono także obowiązek posiadania przez Towarzystwo Funduszy Powierniczych wyłącznie akcji imiennych, co przynosi taki skutek, że każdy uczestnik obrotu ma szansę uzyskania informacji, kto naprawdę jest akcjonariuszem i kto faktycznie zarządza tym Towarzystwem.

W przepisach zawarto także pewne regulacje dotyczące firmy spółki. Towarzystwo Funduszy Powierniczych ma obowiązek i wyłączne prawo do używania w swojej firmie wyrazów „Towarzystwo Funduszy Powierniczych”. Stanowi to ważny element uporządkowania

rynku kapitałowego i istotną informację dla przeciętnego inwestora, szczególnie w kontekście, nikłej wśród tychże inwestorów, znajomości tematyki dotyczącej funduszy powierniczych.

Kluczowym zagadnieniem jest to, że Ustawa stworzyła dosyć elastyczne ramy działalności Towarzystwa. Przede wszystkim istnieje możliwość zarządzania przez Towarzystwo wieloma funduszami powierniczymi. Stwarza to szansę tworzenia przez tę instytucję różnego typu funduszy. Jeżeli dany inwestor zna firmę i ma do niej zaufanie, to może dokonywać realokacji swoich środków – impulsem do takich posunięć jest na przykład zmiana horyzontu czasowego działania, kwestie dopuszczalności i wysokości zakładanego ryzyka. Jeżeli Towarzystwo stwarza różnorodne możliwości inwestycyjne, to inwestorzy mogą „przechodzić z jednego funduszu do drugiego” bez konieczności zmiany Towarzystwa.

Inwestorzy objęci są ochroną od samego początku istnienia Towarzystwa, tj. od zezwolenia wydawanego przez Komisję Papierów Wartościowych na zarządzanie przez Towarzystwo Funduszy Powierniczych – funduszami powierniczymi. W tym miejscu, trzeba podkreślić duży nacisk położony na nadzór „następczy”. Nadzór „uprzedni” sprowadza się, praktycznie rzecz biorąc, tylko do uzyskania zezwolenia. W ustawie z dnia 22 marca 1991 roku – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych zostały sformułowane określone wymogi dla Towarzystwa, jakie powinno ono spełniać, aby móc tworzyć fundusze i nimi zarządzać. W szczególności ustawa wskazuje dokumenty, jakie muszą być załączone w celu uzyskania zezwolenia. W wielu publikacjach rozważających te problemy porównuje się te

wymogi z przepisami dotyczącymi tworzenia i funkcjonowania biura maklerskiego.

Należy wskazać na jeszcze jeden ważny problem związany z obowiązującymi regulacjami tzn. z pojęciem funduszu powierniczego. To, że w ustawie mamy nazwę fundusze powiernicze nie przesądza, że mamy do czynienia z umową powierniczą i ze stosunkami powierniczymi. W prawodawstwie polskim samo pojęcie powiernictwa nie jest nigdzie zdefiniowane. Można oczywiście domniemywać, że właśnie w tej ustawie podjęto próbę wprowadzenia tego pojęcia i określenia go na tyle precyzyjnie, aby mogło funkcjonować w rozwiązaniach systemowych na rynku kapitałowym jako umowa powiernicza.

Artykuł 2 ust. 7 ustawy mówi, że przez fundusz powierniczy rozumiemy wyodrębnioną finansowo masę majątkową uczestników funduszu. Definicja nie budziłaby wątpliwości, gdyby nie sformułowanie „finansowo wyodrębniona”. Stwarza to bowiem niejasność i nie rozstrzyga problemu ani na korzyść koncepcji współwłasnościowej, ani na korzyść koncepcji powierniczej, tego czyją własnością jest majątek funduszu.

Innym problemem jest brzmienie artykułu 90 paragraf 1. Została w nim wprowadzona koncepcja zastępstwa pośredniego, która była analizowana przez lata. Najpełniejszej analizy tego zagadnienia dokonała profesor A. Kędzierska-Cieślak w monografii na temat komis. Sporna jest kwestia, w którym momencie przechodzi własność przedmiotu komisowego. Próbowano rozróżnić rodzaje zastępstwa w zależności od tego czy jest to komis sprzedaży, czy jest to komis zakupu. W sytuacji, gdy istnieje możliwość różnych interpretacji, moment przejścia własności można różnie definiować, w zależności od tego, z jakim rodzajem zastępstwa pośredniego mamy do czynienia.

Końcowa treść zapisana w cytowanym wyżej artykule ustawy wskazywałaby raczej na koncepcję współwłasnościową; mówi się bowiem o tym, że Towarzystwo zarządza funduszami. Jeśli przyjmiemy, że na podstawie umowy powierniczej Towarzystwo stawałoby się właścicielem majątku funduszu, oczywiście z określeniem warunków zwrotu kapitału, to zapis w ustawie o „zarządzaniu funduszami” nie byłby potrzebny. Towarzystwo stawałoby się właścicielem i miałoby wszystkie prawa właściciela, a więc i prawo zarządzania.

Równie niejasny jest artykuł 92 paragraf 3 ustawy, mówiący, że zobowiązania Towarzystwa Funduszy Powierniczych z tytułu zaciągniętych w imieniu własnym i na własny rachunek kredytów i pożyczek nie mogą przekraczać 10% kapitału spółki. Następne zdanie tegoż przepisu mówi o tym, iż do zadłużenia spółki nie wlicza się wartości zarządzanych funduszy. W kontekście przedstawianych wyżej rozważań można ten zapis interpretować dwojako, tzn. jako przemawiający na rzecz koncepcji współwłasnościowej, bądź koncepcji powierniczej.

Reasumując – nie jest do końca rozwiązana kwestia własności funduszu, choć należałoby się raczej skłaniać do widzenia funduszu powierniczego jako wspólnej masy uczestników funduszu (współwłasności). Rozstrzygnięcie tych problemów jest na pewno ważne i sądzę, że w przyszłych pracach ustawodawczych powinno znaleźć pewne odzwierciedlenie.

Istotne jest także – jak zostaną rozwiązane relacje współdziałania i odpowiedzialności pomiędzy Towarzystwem Funduszy Powierniczych, bankiem-powiernikiem a uczestnikiem funduszu powierniczego.

W ustawie używane jest pojęcie „bank-powiernik”. Bank, który przechowuje aktywa funduszu powierniczego w żadnym wypadku nie jest powiernikiem. On jedynie przechowuje majątek funduszu; nie przechodzi zaś na niego własność aktywów funduszu.

Zastanówmy się nad rodzajem odpowiedzialności banku-powiernika wobec uczestników funduszu. Ustawa określa, do czego zobowiązany jest taki bank-powiernik. Oczywiście w umowie z Towarzystwem Funduszy Powierniczych możliwe jest nałożenie dodatkowych obowiązków na bank-powiernik. Obowiązki, które ciążą na banku-powierniku można podzielić na dwa rodzaje. Z jednej strony byłyby to samodzielne obowiązki banku powiernika, czyli bezpieczne przechowywanie aktywów funduszu, obliczanie wartości netto aktywów funduszu oraz przeprowadzanie likwidacji funduszu. Z drugiej strony do obowiązków takiego banku należałyby takie zadania, które nazwać można obowiązkami kontrolno-nadzorczymi. W przypadku samodzielnych obowiązków banku-powiernika ponosi on pełną odpowiedzialność. Za obliczanie wartości aktywów funduszy również ponosi odpowiedzialność bank-powiernik, z jednym jednak

zastrzeżeniem. Jeżeli błąd w wyliczeniach aktywów netto funduszu wynikałby z winy Towarzystwa Funduszy Powierniczych, to istnieje możliwość stosowania roszczeń regresowych banku-powiernika względem Towarzystwa.

Pozostałe zapisy zawarte w artykule 102 (punkty 3-5 paragrafu 2) ustawy można uznać za obowiązki nadzorczo-kontrolne. W takim przypadku odpowiedzialność spoczywa na Towarzystwie Funduszy Powierniczych. Bank – powiernik ponosi jedynie konsekwencje ewentualnej winy w nadzorze.

W dalszej części swojej wypowiedzi pragnę zająć się problematyką funkcjonowania funduszy zamkniętych i koncepcją zaprezentowaną przez mojego przedmówcę z Ministerstwa Przekształceń Własnościowych. Istnieje wiele sporów kompetencyjnych, w które nie ma sensu wchodzić i dociekać dlaczego istnieją. Należy jednak zauważyć, że Ministerstwo Przekształceń Własnościowych zakłada stworzenie tak zwanego modelu statutowego funduszy zamkniętych. Wprowadzenie tego rozwiązania do ustawy regulującej tworzenie i funkcjonowanie systemu funduszy otwartych typu umownego uważać chyba należy za zabieg, z legislacyjnego i celowościowego punktu widzenia, błędny. Regulowanie w jednej ustawie dwóch odmiennych typów funduszy – modelu statutowego i jednocześnie modelu umownego – powodować bowiem może niejasności i trudności we wdrażaniu, jak i w funkcjonowaniu całego systemu funduszy i zamkniętych, i otwartych. Powodem jest przede wszystkim, brak możliwości spójnej regulacji niektórych wspólnych instytucji dla obu typów funduszy.

Urząd Komisji Papierów Wartościowych jako rozwiązanie preferowałby raczej model umowny. Model ten jest bardziej elastyczny. Korzysta również z pewnych gotowych i sprawdzonych rozwiązań kodeksu handlowego dodając pewne bardziej efektywne rozwiązania. Ministerstwo Przekształceń Własnościowych próbuje natomiast wprowadzać pewne instytucje wzięte z prawa anglosaskiego i przenieść je na polską rzeczywistość. Przykładem jest pojęcie „security“, używane w prawodawstwie w Stanach Zjednoczonych. W polskim systemie prawa nie jest ono przydatne, i nie da się go utożsamiać z istniejącymi pojęciami (np. papiery wartościowe).

Fundusz umowny, jak już podkreślałem, jest bardziej elastyczny. Fundusz umowny stwarza możliwość zarządzania przez Towarzystwo wieloma funduszami, nie tylko funduszami zamkniętymi, ale także otwartymi. Fundusz umowny nie tyle bazuje na kodeksie handlowym, co zapewnia „wyciągnięcie” z tego aktu tego, co w nim najlepsze. Należy sobie bowiem zdawać sprawę, iż kodeks handlowy nie zapewnia wystarczającej ochrony drobnym akcjonariuszom – oni też praktycznie nie mają siły głosu. Faktem jest, że w przypadku funduszy otwartych każdy uczestnik może wyjść z funduszu i jest to „prawo głosu” każdego drobnego inwestora. Należałoby więc stworzyć szereg praw korporacyjnych dla uczestników funduszy powierniczych zamkniętych. Ochrona interesów uczestników jest efektywniejsza w bardziej elastycznym, lepiej funkcjonującym w praktyce modelu umownym, aniżeli w modelu statutowym czy sztywnych ramach kodeksu handlowego. Co więcej – prawa korporacyjne mogłyby być wsparte pewnymi prawami o charakterze rzeczowym, posuniętymi dużo dalej niż w przypadku innych rozwiązań. W modelu umownym funduszu zamkniętego można wyobrazić sobie przecież taką sytuację, że uczestnicy funduszu mogliby decydować o zmianie firmy zarządzającej.

Budzi wątpliwości próba stworzenia dwóch rodzajów funduszy -zdywersyfikowanych i niezdywersyfikowanych. Jest to niezrozumiałe, dlatego, że dywersyfikacja funduszy powierniczych leży u podstawy ich konstrukcji i zasad funkcjonowania. W związku z tym nie ma wystarczającego uzasadnienia dla tworzenia funduszy powierniczych niezdywersyfikowanych.

Na zakończenie pragnę jeszcze wspomnieć o kwestii wyodrębnienia majątku funduszu powierniczego. W przypadku przyjęcia modelu umownego funduszu zamkniętego, w związku z rozdzieleniem majątku funduszu od majątku Towarzystwa, wystarczyłoby precyzyjne zdefiniowanie co to jest fundusz powierniczy zamknięty. Rozwiązana by była wtedy problematyka podatkowa bez ingerencji w prawo podatkowe.

¹ Marcin Dyl jest Specjalistą do spraw Funduszy Powierniczych w Biurze Domów Maklerskich i Funduszy Powierniczych w Urzędzie Komisji Papierów Wartościowych.

UWARUNKOWANIA ROZWOJU FUNDUSZY POWIERNICZYCH W POLSCE

(tekst autorski)

Krzysztof A. Sikorski¹

Warunkiem dokonania się przekształcenia polskiego systemu gospodarczego jest dostęp do skoncentrowanego i długoterminowego kapitału. Fundusze powiernicze umożliwiają zgromadzenie kapitału o jakim mowa.

Gromadząc oszczędności społeczeństwa, fundusze powiernicze docierają do rozproszonych środków. Poprzez emisję jednostek uczestnictwa zmieniają je w skoncentrowany kapitał, który następnie inwestują w długoterminowe przedsięwzięcia. Żaden z elementów funkcjonującego obecnie w Polsce rynku finansowego (instytucje finansowe, instrumenty finansowe, technologie finansowe) nie sprzyja rozwojowi inwestycji długoterminowych. W warunkach w pełni rozwiniętego rynku finansowego inwestycje długoterminowe dokonywane są przede wszystkim przez fundusze powiernicze, towarzystwa budowlane i fundusze inwestycyjne zamknięte. Za wyjątkiem Funduszu Powierniczego PIONEER wymienione instytucje w Polsce nie funkcjonują, pomimo złożenia przez rząd obietnic stworzenia warunków dla ich powstania. Procesy legislacyjne dotyczące powołania funduszy inwestycyjnych zamkniętych, nadal trwają, mimo że miały zostać sfinalizowane do czerwca 1994. Tworzenie innych instytucji tkwi wciąż w sferze projektów. Działalność Funduszu Powierniczego PIONEER odbywa się zatem bez udziału partnerów.

Obecne na rynku banki i towarzystwa ubezpieczeniowe nie do końca spełniają rolę inwestorów. Z racji posiadania niewystarczającego kapitału mogą bowiem lokować środki w instrumenty długoterminowe tylko w ograniczonym stopniu. Powstają natomiast instytucje o charakterze zbliżonym do banków lub do innych omówionych powyżej instytucji finansowych. Stanowiąc mają swoisty

substytut form, których istnienia domaga się rynek finansowy. Działalność prowadzona bez odpowiednich zabezpieczeń prawnych i bez jakiegokolwiek kontroli kończy się nierzadko bankrutem, a w konsekwencji podważa zaufanie społeczeństwa do instytucji finansowych.

Wobec braku krajowych instytucji dostarczających długoterminowego kapitału warto ocenić możliwości powstania kapitału obcego. Możliwe jest dokonanie porównania pomiędzy sytuacją w Polsce i w Meksyku. Należy jednak pamiętać o tym, że do czasu ostatniego kryzysu Meksyk skupiał 15% kapitału zagranicznego ulokowanego na rynkach rozwijających się (czyli 50-krotność zainwestowanych w Polsce). Podobieństwo pomiędzy obu krajami sprowadza się do czterech czynników zbliżonego systemu ustalania kursów wymiany walut, wzrostu produktu narodowego brutto, wysokiego poziomu długu zagranicznego, wysokiego bezrobocia. Istnieją też pewne różnice, które czynią Polskę krajem konkurencyjnym pod względem ulokowania kapitału: dodatni bilans handlowy oraz kontrola przepływu kapitału zagranicznego do Polski. Zważywszy na istnienie podobieństwa i na panujący w Meksyku kryzys gospodarczy należy przypuszczać, że wspomniana wcześniej dysproporcja pod względem obecności kapitału zagranicznego może się znacznie zmniejszyć. Niezbędnym warunkiem dopływu kapitału zagranicznego do Polski jest rozwój wymienionych już instytucji finansowych oraz wprowadzenie do obrotu nowych instrumentów finansowych, a także wzbogacenie instrumentów już istniejących. Obecnie funkcjonujące instrumenty finansowe nie sprzyjają rozwojowi inwestycji długoterminowych. Bony skarbowe są wprawdzie papierami wartościowymi w pełni płynnymi lecz

okres ich żywotności nie przekracza jednego roku. Obrotu nie ułatwia też materialna forma bonów skarbowych. Z kolei obligacje państwowe o żywotności dłuższej niż bony skarbowe (jeden rok, dwa lata, trzy lata, pięć lat) z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych nie są wystarczająco płynne. Na naszym rynku nie występują obligacje spółek i obligacje komunalne. Obowiązująca obecnie ustawa, regulująca kwestie tychże instrumentów finansowych nie odpowiada potrzebom emitenta. Nowa wersja ustawy znajduje się w trakcie długotrwałego procesu legislacyjnego. Niedoskonałość kolejnego instrumentu – akcji – wynika z niewielkiej płynności giełdy. Kapitalizacja Giełdy Papierów Wartościowych wynosi tylko 3.0 mld USD, a dziennie obroty nie przekraczają obecnie 7 mln USD. Liczba spółek na giełdzie jest niewystarczająca, zaś spółki na niej obecne nie odzwierciedlają obrazu całej gospodarki.

Nie sposób pominąć związków pomiędzy rozwojem instrumentów finansowych a obowiązującym systemem podatkowym. Proponowane podatnikom ulgi i odliczenia od dochodu wpływają na rozwój jednych instrumentów finansowych kosztem innych. W obecnym systemie obligacje państwowe są instrumentem wyraźnie preferowanym. Pożądane byłoby opracowanie stabilnego systemu podatkowego, neutralnego w stosunku do wszystkich inwestycji i lokat. Spośród omówionych pokrótce i dostępnych w Polsce instrumentów finansowych tylko bony skarbowe spełniają wymogi płynności. Nie zapewniają jednak efektywnej alokacji kapitału w gospodarce, gdyż z natury swej są środkami dofinansowania sfery budżetowej. Ponadto

w odróżnieniu od obrotu papierami wartościowymi publicznymi, obrót bonami skarbowymi wolny jest od prowizji pobieranej przez instytucje pośredniczące. Nie w tym rzecz, by podważać zasadność działania instytucji pośredniczących, lecz w tym, by stworzyć zróżnicowany system obrotu dostosowany do wymogów zarówno inwestorów drobnych i instytucjonalnych.

Na zakończenie warto wspomnieć o technologii finansowej czyli o sposobie posługiwania się instrumentami finansowymi. System rozliczeń w Polsce jest bardzo nieefektywny. W trakcie procesu denominacji złotego okazało się, że tzw. „pieniądz w drodze”, czyli niepracujący stanowił kwotę 25 mld starych złotych. Wynikające z tego koszty niegospodarności alokacji kapitału ponoszą klienci banków, a w szczególności funduszy powierniczych.

Inna bariera tkwi w samej organizacji obrotu papierami wartościowymi. Transakcje pozasesyjne należą do rzadkości. Z powodu braku uregulowań prawnych nie rozwinął się rynek pozagiełdowy, a giełdzie brakuje wizji rozwoju systemu notowań.

Warunkiem rozwoju funduszy powierniczych jest sprzyjający rynek finansowy. Z drugiej strony jednym z warunków rozwoju rynku finansowego jest obecność funduszy powierniczych. Niewątpliwie jednak bez sprawnego rynku finansowego niemożliwy jest rozwój gospodarczy.

¹ Krzysztof A. Sikorski – Departament Inwestycji PIONEER PFP S.A.

STRATEGIA POLSKIEGO BANKU ROZWOJU S.A. W ZAKRESIE ZARZĄDZANIA FUNDUSZAMI

(tekst autorski)

Louise Campbell¹

Tematem mojego wystąpienia jest Strategia Polskiego Banku Rozwoju S.A. w sferze zarządzania funduszami.

Polski Bank Rozwoju został powołany niecałe pięć lat temu. Jednym z celów jego powołania było stworzenie finansowych możliwości wspomagania rozwoju sektora prywatnego w Polsce oraz wspomagania procesu restrukturyzacji gospodarki. Dalszymi celami były: stymulacja rozwoju i modernizacja rynków finansowych.

Do dnia dzisiejszego bank zainwestował znaczne środki w polskie przedsiębiorstwa udzielając kredytów na kwotę ponad 500 mln zł w postaci kredytów długoterminowych głównie prywatnym lub prywatyzującym się firmom i angażując ponad 40 mln zł w bezpośrednich inwestycjach w formie zakupu udziałów lub akcji firm. Pracowaliśmy również w sferze restrukturyzacji dużych polskich przedsiębiorstw m.in. Stoczni Szczecińskiej i Zakładów „STAR” w Starachowicach.

Aktualnie strategia banku coraz bardziej zbliża się ku działalności bankowości inwestycyjnej, a w szczególności działalności pozabilansowej jak na przykład na rynkach kapitałowych i w doradztwie finansowym. W tym kontekście rozwój naszej działalności w sferze funduszy inwestycyjnych osiąga obydwie cele banku – udzielanie pomocy w prywatyzacji polskiej gospodarki i restrukturyzacji sektora prywatnego.

Może zdefiniuję co znaczy hasło rozwój „funduszy inwestycyjnych”. Oznacza to zbieranie kapitału, który pochodzi ze źródeł spoza banku dla inwestycji w przedsiębiorstwach, a następnie aktywny udział w zarządzaniu tymi przedsiębiorstwami dla umożliwienia udanej sprzedaży firmy, na przykład na Gieldzie Papierów Wartościowych. Można więc stwierdzić, że ta zamierzana działalność jest bardzo istotnym elementem rozwoju działalności, której w najbliższych latach bank nadawać będzie jeden z najwyższych priorytetów.

Pierwszą fazą działalności Polskiego Banku Rozwoju w sferze funduszy inwestycyjnych jest uczestnictwo w Programie Powszechnej Prywatyzacji poprzez udział w spółce Polskie Towarzystwo Prywatyzacyjne – Kleinwort Benson (PTP - KB), które jest spółką pomiędzy brytyjskim bankiem inwestycyjnym Kleinwort Benson a naszym bankiem.

Wykorzystując nasze dotychczasowe ekspertyzy i doświadczenia planujemy, że dalszym etapem w tej dziedzinie będzie tworzenie funduszy inwestycyjnych i zarządzanie nimi. Głównym celem tego etapu ma być gromadzenie kapitału pochodzącego z zagranicy do inwestowania w polskie przedsiębiorstwa, wspierając tym samym proces prywatyzacji i restrukturyzacji gospodarki.

Planujemy również zebrać kapitał od polskich instytucji, które nie zamierzają bezpośrednio angażować swoich kapitałów w przedsiębiorstwa. Lokalny rynek kapitałowy, a szczególnie Gielda Papierów Wartościowych, jak na razie jest mało rozwinięty i dostarcza gospodarce zbyt mało kapitału w porównaniu z jej potrzebami. Ponadto, nawet jeżeli istnieje potencjalne zapotrzebowanie na nowe przedsiębiorstwa na giełdzie, istnieje mało firm, które mogą spełnić wymogi spółki giełdowej.

Mamy nadzieję wesprzeć i rozwinąć świadomość o możliwościach inwestycyjnych w Polsce. Wiele kapitału zagraniczeno w środkowej Europie skupia się na Węgrzech i w Czechach, których gospodarki są relatywnie mniej atrakcyjne w porównaniu z gospodarką polską. Małe zainteresowanie inwestycjami w Polsce spowodowane jest częściowo przez brak odpowiedniego systemu prawnego, a częściowo z powodu doświadczeń mniej udanych inwestycji na Węgrzech. Dzisiaj mamy dodatkowe problemy wynikające z niekorzystnego image rynków rozwijających spowodowanych perturbacjami w Meksyku i w Chinach. Te sprawy nie mają

nic wspólnego z sytuacją ekonomiczną lub polityczną w naszym kraju, ale na pewno nie stwarzają korzystnych warunków do utworzenia funduszy!

Jako pierwszy krok, proponujemy zatem stworzyć fundusz zamknięty, prawdopodobnie typu „venture capital”. Pomimo faktu, że już istnieje kilka funduszy tego typu na polskim rynku, nasz będzie miał kilka ważnych zalet: będzie posiadał dobrą renomę Polskiego Banku Rozwoju S.A., doświadczenie i pozycję na polskim rynku, zdolność w szukaniu potencjalnych inwestycji jak również w ich ocenie. Z uwagi na fakt, że jeszcze nie istnieje ustawa o zamkniętych funduszach, dla zagranicznych inwestorów pierwszy fundusz będzie zlokalizowany za granicą. Pomimo braku uregulowań prawnych rozważamy możliwości tworzenia takich funduszy także w kraju.

W celu zrealizowania takiego zadania PBK S.A. rozważa możliwość współpracy z zachodnimi bankami inwestycyjnymi lub instytucjami zarządzającymi funduszami dla uzyskania pomocy w poszukiwaniu zagranicznych inwestorów, a także w celu wykorzystania doświadczeń tych instytucji w zarządzaniu funduszami.

Istotną sprawą w każdym funduszu inwestycyjnym jest kwestia tak zwanej „ścieżki wyjścia” (exit route) sprzedaży inwestycji. Istnieją dwa główne sposoby sprzedaży udziałów. Pierwszy to wprowadzenie na giełdę. Drugi to odsprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu, który kupi przedsiębiorstwo charakteryzujące się długofalowym dobrym potencjałem.

Najważniejsze założenia dotyczące „ścieżek wyjścia” to osiągnięcie sukcesu w większości przedsiębiorstw, w które fundusz inwestuje. To znaczy, że inwestycje nie mogą być pasywne: będziemy mieli miejsce w Zarządzie, a nie tylko w Radzie i będziemy aktywnie współpracowali z przedsiębiorstwami, aby im pomóc zmodernizować zarządzanie finansami, marketing i produkcję. Mówię o tym, ponieważ w mojej poprzedniej roli dyrektora kredytowego w PBR S.A. spotkałam się z ogromną ilością przedsiębiorstw z dobrą produkcją, ale z problemami w zakresie marketingu, a najbardziej z nieodpowiednim zarządzaniem finansami. Jest bardzo zniechęcające dla przedsiębiorstwa, jeżeli wie, że ma duże szanse być dobrym przedsiębiorstwem, ale ma kłopoty spowodowane czymś, co łatwo można rozwiązać. Spodziewamy się, że będziemy zdolni zwiększyć wartość dodaną, poprzez aktywną pomoc w sprawach zarządczych. To z kolei oznacza, że osoby aktywnie zaangażowane w pracy takiego

funduszu i bezpośrednio w inwestycjach nie będą w stanie zająć się więcej niż kilkoma inwestycjami naraz, poza oceną nowych potencjalnych inwestycji.

Wiele z funduszy w Polsce już stworzonych z zagranicznym kapitałem planuje albo inwestowanie w nowe prywatne przedsiębiorstwa, albo inwestowanie partycypacyjne wraz z zagranicznymi inwestorami w polskie joint venture. Chociaż będziemy zainteresowani takimi inwestycjami, widzimy prawdziwe możliwości w prywatyzacji niektórych z większych przedsiębiorstw spoza Programu Powszechnej Prywatyzacji.

Chciałabym powiedzieć jeszcze kilka słów na temat synergii. Jest oczywiste, że jednym ze źródeł potencjalnych inwestycji mógłby być sam Polski Bank Rozwoju S.A., który otrzymuje wiele wniosków kredytowych z dobrymi biznes planami, ale z niedostatkiem kapitału własnego. Chciałabym podkreślić jednakże, iż firma zarządzająca funduszami musi być oddzielona od banku tak zwanym chińskim murem. Oznacza to w praktyce, że bank tworzy Oddział Zarządzania Funduszami, który będzie miał osobną lokalizację i działał niezależnie, tak jak obecnie funkcjonuje Biuro Maklerskie, ale pod nadzorem członka kierownictwa banku. Chociaż bank może być źródłem potencjalnych inwestycji, to oddział nie będzie zmuszony ich przyjąć. W podobnym trybie Oddział Zarządzania Funduszami może zainwestować w przedsiębiorstwa, które szukają kredytów. W takim wypadku mam nadzieję, że Departament Kredytowy Polskiego Banku Rozwoju S.A. rozpatrzy taki wniosek, ale na pewno nie będzie miał obowiązku go przyjąć.

Polski Bank Rozwoju S.A. rozważa możliwości tworzenia kilku innych funduszy inwestycyjnych, poza funduszami typu venture capital. Te koncepcje są dopiero w sferze rozważań, więc wołałabym ich dalej nie dyskutować.

Tworzenie Oddziału Zarządzania Funduszami jest elementem strategii rozwoju banku w kierunku banku inwestycyjnego, a jedną z zasad banku inwestycyjnego jest być zawsze otwartym na nowe pomysły. Nasze wszelkie działania będą więc kontynuowane w kierunku rozwinięcia strategii, którą Państwu zreferowałam.

¹ Louise Campbell jest Dyrektorem w Polskim Banku Rozwoju S.A.

POTRZEBA REGULACJI INSTYTUCJI FINANSOWYCH NA RYNKU KAPITAŁOWYM

Piotr Rymaszewski¹

W moim wystąpieniu nie chciałbym podnosić problemów szczegółowych. Pragnąłbym natomiast podzielić się z państwem przemyśleniami na temat kroków, które należy podjąć przed szczegółowymi uregulowaniami legislacyjnymi kwestii funduszy otwartych i zamkniętych. Dyskusja panelowa, którą tu dzisiaj podjęliśmy odnosi się do zagadnień stworzenia rynku instytucji finansowych. Potrzeba ich istnienia i sprawnego działania wynika z potrzeb makroekonomicznych i rozwojowych państwa.

Celem nadrzędnym przy tworzeniu i funkcjonowaniu instytucji finansowych jest zapewnienie interesów społecznych oraz interesu Skarbu Państwa w zakresie ochrony stabilności sektora finansowego. Problem w tym, że nigdy do końca nie sprecyzowano co jest tym interesem, jak go realizować i chronić. Dokładne sprecyzowanie tych kwestii jest konieczne w celu ustalenia zakresu uregulowań prawnych, gdyż istnieje wiele różnorodnych możliwości rozwiązań legislacyjnych. Ponadto każde uregulowanie prawne sektora finansowego czy jakiegokolwiek innego niesie za sobą pewne koszty. Zbyt duża koncentracja na bezpieczeństwie tej dziedziny może spowodować, że nastąpi przeregulowanie, a w związku z tym koszty regulacji będą nadmierne co w konsekwencji spowoduje stworzenie nieefektywnego systemu alokacji kapitału, a więc nieefektywnego systemu instytucji finansowych.

W krajach o zaawansowanym stadium rozwoju gospodarki rynkowej obserwuje się zwrot w kierunku funkcjonalnego podejścia do zagadnień efektywności i regulacji legislacyjnych w sektorze finansowym. Często jednak rozwiązania instytucjonalne wynikają z zaszłości historycznych. Wyraźnie widoczne jest to w Stanach Zjedno-

zonych, gdzie istnieją przynajmniej trzy instytucje nadzorujące sektor bankowy. W polskiej sytuacji, gdzie występuje możliwość odciążenia się od przestarzałych i nieużytecznych rozwiązań systemowych nie można lekceważyć i ignorować trendów światowych w rozwoju instytucji finansowych, które wskazują, że różnice pomiędzy bankami, firmami ubezpieczeniowymi, funduszami powierniczymi otwartymi, funduszami emerytalnymi, nie są de facto tak wielkie jak można byłoby wnioskować z różnic pomiędzy instytucjami, które je nadzorują.

Wszystkie instytucje rynku finansowego, ogólnie rzecz biorąc, zajmują się alokacją kapitału. Każda z nich pobiera środki finansowe, bądź to od społeczeństwa, bądź od inwestorów instytucjonalnych i dokonuje reinwestycji tych środków. Różnice pomiędzy bankami, firmami ubezpieczeniowymi, różnymi funduszami wynikają z dostępności inwestowania przez różne grupy inwestorów. Mamy więc na rynku inwestorów instytucjonalnych, którzy są w stanie sami podejmować decyzje w oparciu o lepiej przetworzone informacje. Istnieje Giełda Papierów Wartościowych, do której dostęp jest częściowo ograniczony. Mamy też do czynienia z bankami oraz funduszami powierniczymi ogólnie dostępnymi, z dużą siecią dystrybucji, otwartych dla każdego przeciętnego klienta. Jeżeli przyjmujemy, że głównym kryterium regulacji poszczególnych instytucji finansowych jest interes Skarbu Państwa z jednej strony i jego interes w zakresie utrzymania stabilności makroekonomicznej oraz z drugiej strony ochrona konsumenta to regulacje odnoszące się do tych instytucji powinny pogodzić oba rodzaje interesów. Ponownie pojawia się problem zdefiniowania interesu Skarbu Państwa oraz interesu konsumentów.

Kwestia uregulowania sektora bankowego wynika , w dużej mierze ze struktury bilansu banku – z faktu, że po stronie aktywów i pasywów mamy dużą asymetrię i brak synchronizacji terminów płatności. W związku z tym istnieje obawa, iż bank nigdy nie będzie miał dostatecznie dużo gotówki, aby w danym momencie, gdy dojdzie na przykład do paniki na rynku, wypłacić pieniądze swoim wierzycielom. Może też wystąpić efekt domina – w przypadku zagrożenia płatności jednego banku, na skutek „psychologii tłumu” dochodzi do problemów finansowych w innych bankach, aż do załamania sektora bankowego włącznie. W związku z tym tworzy się w bankach pewne regulacje „zabezpieczające”, „ostrożnościowe”, które podnoszą koszty pozyskania kapitałów (rezerwy bankowe, zabezpieczenia depozytów itp.). Pozostaje jednak kwestią do dyskusji – jak daleko państwo powinno ingerować w tego rodzaju sprawy. Jak wysokie koszty regulacji ostrożnościowych uzasadniają spodziewane korzyści dla Skarbu Państwa.

Mamy też fundusze powiernicze, ubezpieczenia , fundusze emerytalne, które przyjmują również pewnego rodzaju depozyty i reinwestują je w różnych celach. W tym przypadku także należy mówić o ochronie interesów konsumentów. Na pewno dotyczy to szczególnie funduszy emerytalnych, ponieważ stanowią one uzupełnienie systemu emerytalnego tworzonego przez państwo. W stosunku do funduszy ubezpieczeniowych system ich ochrony musi istnieć , gdyż stanowią one swoisty instrument finansowy w gospodarce. Znowu jednak, tak jak w przypadku banków, powstaje kwestia ostrożnego wyśrodkowania pomiędzy restrykcyjnością przepisów ostrożnościowych a utrzymaniem efektywności ekonomicznej tych instytucji.

W odniesieniu do funduszy inwestycyjnych otwartych sytuacja jest nieco inna. Fundusz powierniczy otwarty nie jest bankiem. Istnieje jednak możliwość nabycia jednostek uczestnictwa w funduszu, która dostępnością jest porównywalna z szansą nabycia depozytów bankowych. Natomiast mamy do czynienia z zupełnie odmienną instytucją finansową i zupełnie odmiennym systemem zabezpieczeń i przepisów „ostrożnościowych”. To doprowadziło na przykład w Stanach Zjednoczonych do tego, że fundusze powiernicze otwarte wypierają z rynku finan-

sowego banki, ponieważ koszty pozyskania kapitału przez fundusze otwarte są znacznie niższe niż koszty banków, a wprowadzają one takie produkty do swojego portfela usług, które do tej pory były domeną banków . Przy zachowaniu własnej płynności umożliwiają swoim klientom możliwość pobierania gotówki w sposób prawie płynny.

Procesy opisane tutaj przeze mnie powodują, że udział banków w rynku depozytowym znacznie się zmniejsza, a to z kolei powoduje potrzebę częściowej deregulacji sektora bankowego, tak aby mógł konkurować z funduszami powierniczymi. Jaka jest moja teza odnośnie tej deregulacji? Otóż jest ona taka – instytucje finansowe zmierzają , de facto, we wspólnym kierunku a ich zróżnicowanie pod względem pełnionej funkcji ekonomicznej zanika. Naturalnym byłoby więc, aby w przyszłości rozwiązanie systemowe w odniesieniu do poszczególnych części sektora finansowego były podobne. Być może optymalnym rozwiązaniem w przyszłości byłoby utworzenie jednej instytucji nadzorującej cały sektor finansowy, jednak uwzględniającej jego wewnętrzne zróżnicowanie.

W Polsce w chwili obecnej mamy Narodowy Bank Polski, którego kompetencje nakładają się na kompetencje innych instytucji rynku kapitałowego ; w przypadku banków uniwersalnych, które mają własny portfel inwestycyjny obowiązują ich zasady działania tak jak gdyby to były fundusze zamknięte – przynajmniej w obrębie swej działalności. Natomiast jeśli wejdzie w życie ustawa o funduszach zamkniętych i jeśli w jej wyniku Komisja Papierów Wartościowych otrzyma uprawnienia nadzorowania funduszy zamkniętych to powstanie problem nakładania się kompetencji kontrolnych dwóch instytucji.

Niewątpliwie w polskim prawodawstwie dotyczącym sektora finansowego istnieje nieporządek instytucjonalny, ale z taką sytuacją mamy do czynienia prawie w każdym kraju. Wynika on w dużej mierze z uwarunkowań historycznych rozwoju bankowości i z tradycji danego rynku. Sytuacja taka rzadko wynika z dogłębnej analizy funkcjonalnej w zakresie potrzeb regulacyjnych sektora finansowego.

Podnosiłem problem kryteriów regulacji i nadzoru sektora finansowego. Jednym kryterium jest interes Skarbu

Państwa, drugim zaś interes konsumentów i osób, które mają dostęp do inwestycji. Są to interesy niezależne i występujące w różny sposób w przypadku funduszy otwartych i zamkniętych. Fundusze zamknięte, nawet te w obrocie publicznym, nie wymagają, w związku z ich w sumie ograniczoną dostępnością, tak szczegółowego nadzoru państwowego jak fundusze otwarte.

Należy również odróżnić sposób funkcjonowania i regulacji funduszy otwartych powierniczych i funduszy zamkniętych dopuszczonym na giełdę. Różnica polega na tym, iż poprzez akcje funduszu zamkniętego, będącego w obrocie publicznym przenosi się własność tych akcji przez giełdę, a więc wśród inwestorów, którzy na własne świadome ryzyko angażują swe środki w inwestycje kapitałowe. W stosunku do spółek giełdowych nie regulujemy poziomu dywersyfikacji produktów wytwarzanych przez dany podmiot gospodarczy. I ja osobiście nie widzę potrzeby regulowania poziomu dywersyfikacji funduszu zamkniętego będącego dostępnym na giełdzie. Nie rozumiem też ekonomicznych podstaw do wiązania poziomu dywersyfikacji z ulgami podatkowymi. W tym miejscu można oczywiście podjąć dyskusje o zakresie liberalizmu jaki należałoby wprowadzić, jak dalece państwo powinno ingerować w strukturę instytucji finansowych itd.

Moim zdaniem kwestia w jaki sposób fundusze inwestują swoje aktywa powinna pozostawać w gestii inwestorów, którzy działają na giełdzie. To jest oczywiście inne zagadnienie i innego rodzaju dylematy się pojawiają. Inne problemy trzeba rozważyć w przypadku funduszy powierniczych, które są ogólnie dostępne. Klient, który przychodzi do okienka bankowego ze swoimi pieniędzmi ma znacznie niższy poziom świadomości niż ten, który inwestuje na giełdzie. Taki klient nie czyta prospektów emisyjnych czy inwestycyjnych, nie interesują go biuletyny informacyjne o sytuacji poszczególnych spółek. Jego interes wymaga więc pewnej ochrony. Znów jednak, tak jak w przypadku banków, pojawiają się pytania co do zakresu i głębokości regulacji ostrożnościowych.

Kwestiami do rozstrzygnięcia są zarówno zakres dywersyfikacji funduszu jak i sama jego forma. Czy powinno to być oddzielnie uregulowane? Pomijam tu fakt, iż przyjmujemy za poprawne zapisy w kodeksie handlowym, co nie wszystkim, którzy mieli do czynienia z zagranicznymi

aktami regulującymi funkcjonowanie spółek kapitałowych, wydaje się takie oczywiste. Kodeks handlowy, moim zdaniem ma wiele luk, nie jest dopracowany i jest przestarzały. Wiele uregulowań kodeksu handlowego nie znajduje ekonomicznego uzasadnienia. Postępując się jednak tym kodeksem przy regulacjach dotyczących funduszy zamkniętych można wykorzystać – po wprowadzeniu stosunkowo niewielkich zmian przepisy dotyczące spółek akcyjnych czy spółek komandytowych. Na pewno w przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych, nie będących w publicznym obrocie forma spółki komandytowej byłaby, z punktu widzenia podatkowego, najlepszą. Natomiast w przypadku funduszy dopuszczonych do obrotu forma spółki akcyjnej byłaby formą w zupełności wystarczającą i nie ma potrzeby specjalnego uregulowania prawnego.

Różnica pomiędzy rynkami, na których fundusze otwarte i zamknięte funkcjonują (rynek inwestorów v.s. rynek konsumentów) powoduje, że restrykcyjność ich uregulowania powinna być różna. To samo dotyczy regulacji w stosunku do banków i funduszy. W przypadku funduszy otwartych mamy taką sytuację, że w tej chwili wymagana jest licencja doradcy do nadzoru jakości aktywów i zarządzania majątkiem funduszu powierniczego. Tego typu licencja nie jest wymagana w stosunku do pracowników banków, pomimo, iż powszechnie uważa się, że rola społeczna i odpowiedzialność pracowników banków jest dużo większa. Stanowi to pewną niekonsekwencję w stosowaniu tzw. kryteriów ostrożnościowych. Oczywiście można powiedzieć, że te problemy są uregulowane przepisami wewnętrznymi w bankach. Nie jest jednak funkcjonalnie uzasadnione ustawowo różne podejście do tych dwóch instytucji. Wynika to głównie z konfliktów pomiędzy organami nadzorującymi. Niewątpliwie kwestie takie jak: poziom dywersyfikacji, kwalifikacje zarządu funduszu, potrzeba stworzenia odpowiednich procedur decyzyjnych wewnątrz funduszy wymagają uregulowania. Podstawowym pytaniem jest czy to uregulowanie ma być dokonane przez instytucje państwowe czy też delegacja do opracowania rozwiązań legislacyjnych powinna być przekazana jakimś instytucjom samorządowym powstałym w łonie sektora finansowego. Zdarza się tak w niektórych krajach, np. w Wielkiej Brytanii, że szczegółowe re-

gulacje sektora funduszy zamkniętych są pozostawione instytucji samorządowej firm, które zajmują się licencjonowaniem osób odpowiedzialnych za zarządzanie tymi funduszami. Ta forma może być bardziej efektywna. Z doświadczenia bowiem wynika, iż tego typu regulacje są bardziej elastyczne, łatwiejsze do zmiany i dostosowania do potrzeb rynku.

Równie ważną kwestią są rozwiązania podatkowe, które determinują miejsce tworzenia funduszy, tzn. czy tworzone są w Polsce czy poza krajem. Niewątpliwie wymaga uregulowania sprawa odrębności kapitałowej pomiędzy firmą zarządzającą i samym funduszem. Mam natomiast wątpliwości co do tego, czy rozwiązania w tych kwestiach powinny być powierzone instytucjom państwowym.

Wiele z zasygnalizowanych przeze mnie problemów może być dla wielu osób tezami kontrowersyjnymi. Nie spodziewam się na przykład, by ktokolwiek poważnie rozważał unifikację systemu nadzoru całego sektora finansowego. Są to natomiast kwestie, które, moim zdaniem, powinny być wzięte pod uwagę przy tworzeniu aktów prawnych, a pominięte zagadnienia ideologiczne, takie jak: jak dalece powinien być uregulowany rynek?

¹ Piotr Rymaszewski jest niezależnym konsultantem i członkiem Rady Banku Przemysłowo-Handlowego w Krakowie.

FUNDUSZE INWESTYCYJNE – WYZWANIE DLA BANKU

Tomasz Jędrzejczak¹

Jako osoba związana przez kilka lat z pracą w bankowości i jako doradca w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi chciałbym podzielić się wątpliwościami dotyczącymi, ogólnie rzecz biorąc, związków pomiędzy bankiem a rynkiem kapitałowym, a szczególnie pomiędzy bankiem a funduszami inwestycyjnymi. Należy się cieszyć, że coraz więcej ludzi w naszym kraju zaczyna postrzegać rynek kapitałowy jako integralną część systemu gospodarczego. Do niedawna wielu ludzi systemowo lekceważyło giełdę. Powstała wtedy opinia, że jest to sezonowa atrakcja, która minie w pewnym momencie. Temu poglądowi sprzyjała, wręcz go niestety utwierdzała, niespójność głównych zasad i ram organizacyjnych w jakich funkcjonowały instytucje rynku kapitałowego. Można bowiem powiedzieć, że giełdę mamy francuską, Komisję Papierów Wartościowych – amerykańską, itd. Taki zlepek systemowy, dodatkowo w sytuacji transformacji gospodarczej przeprowadzanej na ogromną skalę nie sprzyja rozwojowi rynku kapitałowego. Sprzeciwiam się tezie, że rynek kapitałowy jest „niedoregulowany“.

Oczywiście jest kwestią czy rynek kapitałowy jest regulowany w wystarczającym czy w zbyt dużym stopniu – tego nie neguję. natomiast niewątpliwie cechą regulacji jest to, że umożliwia ona przeobrażanie wewnętrznej struktury. Jednym słowem – regulacja rynku, centralizacja działań, które są na nim podejmowane powoduje, że tak naprawdę nie ma drogi w postaci samodzielnego przekształcania się tej sfery działalności do jakiejś określonej postaci, tak jak to miało miejsce w krajach rozwiniętych.

Z tym wiąże się poważny problem braku strategii i określenia docelowego modelu całego sektora usług finansowych, a więc banków, instytucji ubezpieczenio-

wych, rynku kapitałowego i innych instytucji finansowych. Nie ma też wyodrębnienia pojęć rynku kapitałowego oraz instytucji rynku kapitałowego, a to jest bardzo istotne wyróżnienie przy tworzeniu systemu regulacji.

Brak strategii zmian i systemu docelowego jest dotkliwy z uwagi na fakt, że sam rynek nie jest w stanie wypełnić tej luki z uwagi na występujące ograniczenia. Taka sama sytuacja występuje w sektorze bankowym. Dyskusje czy najpierw banki prywatyzować czy konsolidować, przysługują dużo ważniejsze problemy, jak choćby kwestię wyznaczenia bankom określonej roli w gospodarce. Być może decydenci przyjęli, że sektor bankowy już wypełnia swoją rolę, mieści się w jakimś miejscu w systemie gospodarczym i sprawa jest załatwiona. Moim zdaniem jest to jednak złuda.

Dyskusji o zmianach i nowych funkcjach banków nie sprzyja niewątpliwie aktualna sytuacja, a raczej należałoby określić kondycję polskich banków. Wszystkie banki mienią się uniwersalnymi, a to nie jest dobrą płaszczyzną do wyznaczania im nowych ról i dyskusji nad sposobami przekształceń, misji i celach każdego z nich, gdyż chcą one i są przekonane, że powinny świadczyć jak najszerszą gamę usług. W tych warunkach wydaje się, że szczególnie istotne jest zajęcie przez banki naprawdę przemysłanej i spójnej pozycji na rynku kapitałowym czy szerzej na rynku finansowym.

W kontekście poruszanych tu przeze mnie zagadnień, jednym z powodów, dla których banki muszą zdecydować jaki kierunek działania obiorą, są tworzone fundusze inwestycyjne. O tym, że tej nowej instytucji rynku finansowego nie można lekceważyć przekonaliśmy się na początku 1994 r., kiedy to fundusz PIONEER zgromadził

ponad 20 bilionów złotych kapitału. A przecież trzeba zauważyć, że nie jest on instytucją bankową, a działo się to w czasie kiedy bankowców pochłonęła dyskusja na temat tego, jaka powinna być rola, funkcje i znaczenie instytucji gwarantujących depozyty. Zdarzenie to nie znalazło, przynajmniej w moim przekonaniu, dostatecznie znaczącego oddźwięku w bankach, a powinno dać wiele do myślenia i pobudzić do działania. Być może banki czekają na cały pakiet zmian i dopiero realizacja ustawy o powszechnej prywatyzacji, uchwalenie dyskutowanej wcześniej (podczas seminarium) ustawy o funduszach zamkniętych i otwartych, w dalszej kolejności przeobrażenie systemu emerytalnego i ubezpieczeń społecznych wymuszają działania dostosowawcze. Zmieni się tło, kontekst, w którym działają i to spowoduje przekształcenia w sposobach funkcjonowania banków.

Niestety jak do tej pory, poza nielicznymi wyjątkami banki nie prowadzą czegoś takiego jak analizy sektora usług finansowych. Nie oznacza to oczywiście, że banki nie dostrzegają rynku kapitałowego, czy też na nim nie istnieją. Praktycznie większość dużych banków posiada domy maklerskie. W pewnym momencie stało się konieczne otworzenie domu maklerskiego, gdyż panowało przekonanie, że bank bez tego rodzaju instytucji nie może być traktowany poważnie. Moim zdaniem wiele domów maklerskich powstało właśnie w oparciu o taką motywację, aktualnie zaś dyskutuje się nad tym, że jest ich za dużo i część trzeba będzie zamknąć.

Bardzo często banki stykają się z rynkiem kapitałowym na poziomie funduszy powierniczych, w rozumieniu ustawy o publicznym obrocie, czyli funduszy otwartych. Widać wyraźnie, że w tym obszarze działania banki nie mają żadnych strategii. Nadpłynność, z jaką mamy do czynienia w bankach w ciągu ostatnich 3-4 lat spowodowała istotny spadek zainteresowania banków źródłami finansowania ich działalności. W związku z tym bez większych problemów rozprawdzają one w swoich sieciach jednostki uczestnictwa funduszy powierniczych nie analizując wpływu tej sprzedaży choćby na wielkość depozytów, nie określając skutków marketingowych takiego postępowania. Nie da się bowiem ukryć, że bank rozprawdzający jednostki uczestnictwa funduszy powierniczych narażony jest na skutki załamania się funduszy czy ogólnie – złej o nim opinii. Wiąże się to faktem, iż fundusz powierniczy jako instytucja działająca na rynku kapitałowym narażony jest, z samego założenia, na większe ryzyko niż typowy bank depozytowo-kredytowy.

Przyglądając się działalności banków wydaje mi się, że te aspekty powiązań z rynkiem kapitałowym nie są przez nie analizowane, a skutki pomijane. Znajduje to wyraz w szeroko rozpowszechnionym rozumowaniu, iż fundusz zamknięty jest to fundusz, który kupuje się na giełdzie, a fundusz otwarty to taki, który można kupić w banku. Moim zdaniem nie ma żadnego uzasadnienia dla takiego pojmowania tego zagadnienia; nie widzę powodów, dla których należałoby to traktować jako aksjomat.

Systematyzując możliwe funkcje jakie bank może pełnić na rynku funduszy inwestycyjnych należy wskazać na fundamentalne problemy. Pierwszy z nich to podjęcie strategicznej decyzji przez każdy bank prowadzącej się do tego – czy na pojawienie na rynku kapitałowym funduszy inwestycyjnych zareagować działaniem czy też zaniechaniem. Decyzja ta jest niewątpliwie strategiczna, gdyż wynikają z niej dalsze długofalowe reperkusje dla funkcjonowania banku.

Systematyzując możliwe funkcje jakie bank może pełnić na rynku funduszy inwestycyjnych należy wskazać na fundamentalne problemy. Pierwszy z nich to podjęcie strategicznej decyzji przez każdy bank prowadzącej się do tego – czy na pojawienie na rynku kapitałowym funduszy inwestycyjnych zareagować działaniem czy też zaniechaniem. Decyzja ta jest niewątpliwie strategiczna, gdyż wynikają z niej dalsze długofalowe reperkusje dla funkcjonowania banku.

Jeśli decyduje się on na aktywne uczestnictwo na rynku kapitałowym, a szczególnie na rynku funduszy inwestycyjnych może dokonać tego trzema drogami. Pierwsza z nich to ta, której doświadczamy w tym momencie na polskim rynku, tj. pośrednictwo w sprzedaży jednostek uczestnictwa a potem udziałów funduszy powierniczych w dowolnej postaci. Jest to nic innego jak organizacja sieci dystrybucji. Tego rodzaju zaangażowanie banku wiąże się ze wspomnianym wcześniej ryzykiem odpływu depozytów, a co jest z tym związane z ryzykiem utraty przyszłych możliwości. Dochodzi do tego jeszcze ryzyko marketingowe utracenia marki banku i powiązania jego nazwy z jakimś funduszem powierniczym. Niewątpliwie nie jest to sprawa niewarta uwagi, czy taka, którą można zlekceważyć.

Druga możliwość i inne pole działania dla banków na rynku funduszy inwestycyjnych to oczywiście szansa na jego organizację. W tym momencie największym, moim zdaniem, zagrożeniem jest to, że dla banków stanowi to zupełnie nowy, często nieznanym prawie wcale, obszar działania. Mówię o typowym banku, który funkcjonuje na

polskim rynku finansowym czyli o banku depozytowo-kredytowym. Banki inwestycyjne to odmienna sprawa. Typowy polski bank, zgodnie z taką definicją jaka została zapisana w ustawie o prawie bankowym, podejmując decyzję o organizacji funduszu inwestycyjnego na ogół nie do końca zdaje sobie sprawę z konsekwencji swojego działania. Wchodzi bowiem na zupełnie nowy rynek nie znając często reguł jego funkcjonowania, ryzyka jakie podejmuje i konsekwencji z tym związanych. Podejrzewam również, że banki nie dostrzegają konieczności (świadczą o tym moje obserwacje) dokonania głębokich wewnętrznych dostosowań organizacyjnych wynikających z zaangażowania się w tworzenie funduszy powierniczych. Chociażby kwestia tzw. chińskich murów. Powstaje poważny konflikt pomiędzy funkcją banku jako właściciela przedsiębiorstwa poprzez fundusz powierniczy, a bankiem jako kredytodawcą tego przedsiębiorstwa. Jest tu wiele konfliktowych interesów, np. skąd bank ma głównie czerpać zyski – czy z kredytowania przedsiębiorstwa czy z tytułu własności. Pojawiają się też kwestie przepływu informacji. Są to poważne problemy, które ulegają pomnożeniu, wtedy, gdy bank tworzy kilka funduszy.

Trzecia droga związana jest z pełnieniem przez banki funkcji banku powiernika. I tu niezależnie od tego, że faktycznie nazwa mogłaby być inna – można wyobrazić sobie termin – „kustosz” w stosunku do banku, który „przechowuje” majątek funduszu, wydaje się, że ta funkcja jest najbardziej naturalna dla banków, bo najściślej związana z tym co robił on do tej pory.

Alternatywą dla tych trzech dróg zaangażowania banku jest zaniechanie, brak ekspansji na rynku funduszy inwestycyjnych. W tym miejscu należałoby się zastanowić jakie zagrożenia związane są z taką postawą. Podstawowym zagrożeniem jest ryzyko utraty depozytów bankowych na rzecz funduszy inwestycyjnych. Można odwołać się do przykładu Stanów Zjednoczonych, gdzie odnotowano ogromny odpływ depozytów z tych banków, które nie zaangażowały się w działalność związaną z funduszami powierniczymi. Kapitały odpływają bez żadnego „zadośćuczynienia” czyli wynagrodzenia w postaci prowizji od rozprowadzanych jednostek udziałów w zyskach. Ten sposób myślenia zakłada, że odpływ środków w stronę funduszy powierniczych jest nieuchronny i szkodliwy

dla banku. Z drugiej strony bank musi zdecydować się czy środki, które chce pozyskać jako depozyty mogą stać się składnikiem funduszy inwestycyjnych. Jednym słowem trzeba dokonać oceny czy istnieje segmentacja rynku. Jeśli bank stwierdzi, że nie ma takiego podziału to powinien wszelkimi sposobami zabiegać o te środki. Niewątpliwie istnieje bowiem ryzyko, że chłonność jednego segmentu spowoduje odpływ środków z innego.

W tym miejscu chciałbym skupić się na funkcji banku, jego roli i zamierzeniach związanych z organizacją funduszy inwestycyjnych. Pojawia się od razu wątpliwość, która dotyczy nie tylko banków, ale właściwie każdego organizmu gospodarczego. Jaki cel stawia sobie określona instytucja – bank, przedsiębiorstwo, firma handlowa – w przypadku podejmowania ekspansji swoich działań poza dotychczasową ich sferę. Jest to dla mnie podstawowe pytanie. Na to też pytanie muszą odpowiedzieć banki swoim właścicielom o motywy, którymi kierowały się rozszerzając działalność w stronę rynku kapitałowego.

Podstawowym problemem, dyskutowanym również w wielu teoriach dotyczących zarządzania jest to czy lepiej być organizmem dużym, silnie zdywersyfikowanym, czy też korzystniej być organizacją niezbyt wielką elastyczną i skoncentrowaną na określonym rodzaju działalności. Innym pytaniem, ściśle z tym związanym, jest określenie poziomu, na którym powinna odbyć się dywersyfikacja działalności. Czy ma to być w spółka? Postępując się przykładem. Czy spółka, która do tej pory prowadziła mleczarnię powinna w ramach dywersyfikacji zacząć organizować fundusz powierniczy? Czy może wejść w zupełnie nowy obszar działania i zająć się handlem hurtowym używanymi samochodami? A może po prostu powinna prowadzić tak jak do tej pory mleczarnię? Identyfikują problemy w bankach, jak się dywersyfikować, w jakim kierunku, jakie jest ryzyko? Czy bank powinien skupić się tylko na swej podstawowej działalności depozytowo-kredytowej, czy metodą dywersyfikacji wewnętrznej wchodzić w nowe obszary funkcjonowania na rynku kapitałowym? Jeśli bank miałby zdecydować się na wejście w nowe pole działania to musi wiedzieć jakie są cele, jakie ryzyko i jakie potencjalne korzyści.

Czy bank posiada jakąś przewagę nad innymi założycielami funduszy?

Wymienia się przynajmniej trzy powody, uznając je za atuty banków. Są to: sieć dystrybucji, fachowa kadra i ugruntowana pozycja rynkowa. Właściwie, mówiąc szczerze tylko pierwszy powód, tj. sieć dystrybucji, jest obiektywnie przewagą banków nad innymi podmiotami gospodarczymi. Fachowość kadry stawiałbym ze znakiem zapytania. Nawet jeśli nie będziemy kwestionować fachowości kadry bankowej w działalności depozytowo-kredytowej to czy na pewno można to zrobić w stosunku do jej działań na rynku kapitałowym. A co najważniejsze czy z tej fachowości będzie można skorzystać w sytuacji występowania chińskich murów?

Problem ugruntowanej pozycji rynkowej banków jako argumentu przemawiającego na rzecz organizowania przez nie funduszy inwestycyjnych jest taki – pozycja rynkowa banku wynika najczęściej z tradycji obsługi danego rynku, z historii rozwoju gospodarczego każdego państwa, a przede wszystkim z polityki budowania swojego wizerunku, swego obrazu rynkowego jako instytucji stabilnej i konserwatywnej. Powstaje pytanie, czy ten wizerunek jest naprawdę jakimś dodatkowym źródłem przychodów dla prowadzenia nowej działalności. Wiadomo przecież, że ta nowa struktura z tą starą nie do końca się utożsamia.

Na zakończenie chciałbym jeszcze powiedzieć o jednej sprawie. Dla wielu osób dodatkowym powodem aktywności banku na rynku kapitałowym jest wbudowana w polski system bankowy misja restrukturyzacji całej gospodarki. Należy jednak zadać sobie pytanie czy w pierwszej kolejności nie powinien zostać zrestrukturyzowany sam sektor finansowy? Czy można odpowiedzialnie uczestniczyć w programie przemian nie wiedząc jakie ma się w nim miejsce i jaką rolę docelową? A może jest po prostu tak, że włączanie się banków w programy restrukturyzacji, rynek kapitałowy, programy Narodowych Funduszy Inwestycyjnych jest odwracaniem uwagi od własnych organizacji, ucieczką od rozwiązania własnych poważnych problemów? Być może jest to wyjście do przodu, aby dać sobie trochę więcej czasu?

Należałoby sobie życzyć aby sektor bankowy w jak najkrótszym czasie określił swoje miejsce w systemie finansowym i gospodarce, a okazją mogą być powstające fundusze inwestycyjne.

¹ Tomasz Jędrzejczak jest doradcą w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi.

DYSKUSJA FUNDUSZE INWESTYCYJNE JAKO INSTRUMENT KREOWANIA RYNKU FINANSOWEGO W POLSCE

Grażyna Gierszewska¹

Dyskusja podczas seminarium była bardzo ciekawa i burzliwa. Polemizowali nie tylko zaproszeni goście z panelistami, ale również paneliści ze sobą. Podnoszono wiele istotnych problemów, które nie zostały dotychczas uregulowane w przepisach. Wskazywano także na to, że niektóre przygotowane projekty legislacyjne budzą zastrzeżenia i kontrowersje.

Z uwagi na fakt, że niektóre osoby zabierały głos wielokrotnie, jak również wracano do pewnych zagadnień w prezentowanym tu opracowaniu dyskusji postarano się o uporządkowanie spraw będących przedmiotem polemiki.

W dyskusji podczas seminarium zabierały głos następujące osoby: E. Freyberg, A. Szyszka, J. Józkwiać, P. Gizbert-Stubnicki, M. Groszek, M. Krzak, K. Pater, S. Berkiet, M. Dyl, P. Rymaszewski, L. Campbell, K. Sikorski, T. Jędrzejczak.

Moderatorami polemiki byli – w pierwszej części spotkania Wiceprezes Zarządu Polskiego Banku Rozwoju S.A. Mieczysław Groszek, w drugiej zaś Maciej Krzak Główny Ekonomista ING Bank.

W dyskusji podkreślano dbałość i troskę zarówno Ministerstwa Przekształceń Własnościowych jak i Komisji Papierów Wartościowych o stworzenie takich rozwiązań w zakresie funduszy inwestycyjnych, aby służyło to kreowaniu i rozwojowi rynku kapitałowego w Polsce. Obie instytucje wykazują starania o przyjęcie takich regulacji aby określić zasady ochrony inwestorów. Wskazywano jednak na fakt, że nie można mówić o współpracy Ministerstwa Przekształceń Własnościowych i Komisji Papierów Wartościowych w wypracowaniu wspólnych rozwiązań. Zachodzi obawa, że szanse na szybkie przyjęcie ustawy o funduszach inwestycyjnych nie są duże. Regulacje wy-

pracowane przez obie strony budzą wiele zastrzeżeń podnoszonych z różnych stron, także z praktyki gospodarczej. Projekty są jednak uzgadniane i dąży się do osiągnięcia konsensusu.

Jeden z panelistów sprowokowany dyskusją w odpowiedzi na polemikę jednego z gości zaproponował jeszcze jeden, nie omawiany wcześniej pomysł, który jest aktualnie przedmiotem rozważań w Komisji Papierów Wartościowych. Mianowicie model umowny, uznawany za taki, który dzięki daleko posuniętej elastyczności stwarza szanse na szybsze wchodzenie środków inwestycyjnych na rynek kapitałowy. I tak w przypadku zastosowania procedur kodeksu handlowego istnieje do dyspozycji czas trzech miesięcy na emisję papierów wartościowych, a potem wejście ich do obrotu publicznego. Komisja Papierów Wartościowych jest zdania, że w modelu umownym jest szansa na skrócenie czasu emisji, można przystosować go do aktualnych warunków polskiego rynku kapitałowego i stworzyć bardziej elastyczne rozwiązania. Skrócenie czasu emisji akcji może iść w parze z obniżeniem progów, śledzić procesy sprzedaży akcji i dalej podejmować kolejne decyzje.

W modelu umownym, od momentu stwierdzenia, że emisja papierów wartościowych doszła do skutku można rozpocząć inwestowanie środków uczestników funduszu. Oznacza to, że one szybciej niż w innym modelu zaczynają na siebie zarabiać. Na przykład w modelu statutowym jest to trudne do osiągnięcia, gdyż obowiązuje okres oczekiwania trzech miesięcy i oceny po tym czasie czy emisja certyfikatów powiodła się.

W trakcie dyskusji zgodzono się, że obie koncepcje – modelu umownego i modelu statutowego mają swoje wa-

dy i zalety, nie należy deprecjonować żadnego z nich. Oznacza to, że możliwe są dwie koncepcje regulacji sposobów tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych. Problem jest jak najszybszego wdrożenia w życie rozwiązań prawnych, aby mógł się prawidłowo rozwijać rynek kapitałowy.

Wskazywano, że Komisja Papierów Wartościowych w Polsce postrzegana jest jako jedna z najsilniejszych tego typu instytucji w Europie środkowo-Wschodniej. Jest to zasługa ludzi, którzy nią kierują i kierowali, którzy na dobrą sprawę stworzyli ten sektor i przyczynili się do jego rozwoju. To jest po stronie mocnych stron Komisji. Nie można jednak pomijać faktu, że Komisja nie działa i nie ma stworzonych ram prawnych do tak restrykcyjnego działania jak w niektórych krajach, gdzie są obowiązki na przykład informacyjne, publikacyjne. Ponoś odpowiedzialność za każde słowo.

Ze sceptyczną oceną spotkał się projekt stworzenia możliwości samorządom lokalnym tworzenia funduszy powierniczych. Uznano go za przedwczesny, z uwagi na fakt nieuregulowania wielu uprawnień samorządów, konieczności posiadania odpowiednich kadr do zarządzania funduszami. Obserwacja tego co dzieje się aktualnie w samorządach lokalnych, sposoby ich działania i podejmowania przez nie decyzji nie nastrajają optymistycznie w zakresie ich możliwości uczestnictwa w rynku kapitałowym. Odwoływano się do prób emisji obligacji przez samorządy, obserwacji jak to było przeprowadzone i ile z tych inicjatyw powiodło się. Sam pomysł na pewno wart jest dyskusji i zastanowienia jak go rozwiązać, ale to kwestia przyszłości.

Poddany został pod dyskusję problem odrębnego uregulowania sposobów funkcjonowania funduszy otwartych i zamkniętych, gdyż ściśle wiążą się z tym sprawy ryzyka i bezpieczeństwa inwestowania środków. Nie ma rozbieżności pomiędzy Komisją Papierów Wartościowych a Ministerstwem Przekształceń Własnościowych co do kwestii emitowania papierów wartościowych przez oba typy funduszy i notowania ich na giełdzie. Natomiast musi istnieć rozróżnienie, ze względów funkcjonalnych, pomiędzy funduszem zamkniętym i funduszem otwartym. Fundusz zamknięty powinien być pośrodku, pomiędzy spółką akcyjną notowaną na giełdzie a funduszem otwartym. Ta-

kie rozróżnienie ma swoje uzasadnienie w tym, że fundusz zamknięty jest formą pośrednią, elementem przejściowym na rynku kapitałowym od jednego typu inwestowania do drugiego. Fundusz zamknięty różni się znacznie od spółki akcyjnej notowanej na giełdzie, gdyż nie jest instytucją komercyjną mogącą zwiększać kapitał poprzez np. wzrost produkcji, wydajności, wchodzenie na nowe rynki itd. Fundusz inwestycyjny jest instytucją zaufania publicznego.

W dyskusji zgodzono się, iż właśnie z uwagi na fakt, iż fundusze powiernicze ze względu także na swoją dostępność są instytucjami zaufania społecznego. Sformułowano jednak opinię, że z punktu widzenia ekonomicznego, fundusz zamknięty dopuszczony do obrotu giełdowego nie różni się specjalnie od przedsiębiorstwa produkcyjnego. Podmiot gospodarczy inwestuje w pewną wartość ekonomiczną jaką jest rozwój danego produktu, w przyszłości liczy na wpływy gotówkowe z tytułu sprzedaży swojego wyrobu. Fundusz inwestycyjny zamknięty inwestuje też w produkty tylko innego typu. Dla funduszu produktem są pewne prawa majątkowe czy prawa strumienia gotówki z inwestycji w spółkach.

Z tego tytułu nie bardzo można uzasadnić rolę jaką chce się nadawać funduszom zamkniętym jako instytucji zaufania publicznego. Tej opinii towarzyszyła argumentacja, iż dostępność do funduszu jest ograniczona, nie jest to fundusz emerytalny czy ubezpieczeniowy, które ze zrozumiałych względów muszą być chronione. Usługi, które świadczą fundusze inwestycyjne są w wielu przypadkach dla całej gospodarki nieodzowne. Stąd wyrażona została opinia, że nie wymaga to specjalnych regulacji, gdyż to inwestor podejmuje decyzje, kalkuluje ryzyko i ocenia możliwości wzrostu, a tym samym zysków.

Z drugiej strony wskazywano, że nie można pomijać interesu Skarbu Państwa, który ma za zadanie ochronę interesów makroekonomicznych. Nie należy też robić porównań wprost, gdyż istnieje jednak wiele różnic w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa produkcyjnego i funduszu inwestycyjnego. Porównanie produktów jest obrazowe, ale na tym tle nie można wyciągać zbyt daleko idących wniosków.

Kolejny głos odnosił się do problemów kontroli, którą należy obejmować fundusze zamknięte i sposobów jej

sprawowania. Fundusz zamknięty operuje przede wszystkim cudzymi pasywami. Jeśli zastosuje się filozofię ostrożnościową i próbuje się na każdym kroku pilnować interesu deponenta środków, którym obraca fundusz to kontrolę należy rozłożyć na więcej obszarów niż tylko na przestrzeganie ogólnego prawa gospodarczego. W tym właśnie celu tworzy się specjalne instytucje nadzoru. Przy wyznawaniu filozofii bardziej zbliżonej do liberalnej to wtedy można szukać analogii pomiędzy funduszem inwestycyjnym a przedsiębiorstwem produkcyjnym.

Problemem diskutowanym podczas seminarium była kwestia relacji bank – fundusz inwestycyjny i czy można traktować te instytucje podobnie. Wyrażano różne opinie na ten temat. Wskazywano, że podstawowa różnica pomiędzy bankiem jako depozytariuszem środków a funduszem pełniącym też swoistą rolę w tym obszarze jest taka, iż w banku praktycznie można otrzymać swoje pieniądze na każde żądanie. Nie jest to możliwe w przypadku funduszu zamkniętego. Zainwestowane środki można odzyskać w sposób pośredni poprzez sprzedaż nabytego wcześniej prawa własności określonych papierów wartościowych na rynku. Stąd nie wchodzi w grę zmiana pasywów funduszu, natomiast mamy tu do czynienia z rynkiem, który „wycenia” wartość funduszu, jego majątku i sposobu zarządzania nim.

W odmiennej opinii w tej kwestii wskazano, że są podstawowe różnice w sposobie funkcjonowania banku i funduszu zamkniętego, które wynikają z dwóch ważnych kryteriów oceny sprawności tej instytucji jakimi są płynność i wypłacalność. W przypadku funduszu tym kryterium oceny jest tylko wypłacalność, natomiast płynność nie.

Problemy wypłacalności i odpowiedzialności wobec akcjonariuszy zostały naświetlone także na szerszym tle. Jeden z dyskutantów zwrócił uwagę, iż nie można porównywać wprost akcji funduszu inwestycyjnego zamkniętego notowanego na giełdzie do akcji spółek także notowanych na giełdzie (pomijając kwestię dywersyfikacji). W przypadku spółki produkcyjnej z perspektywą roku, dwóch czy trzech lat inwestor może mieć gwarancję, że jej sytuacja nie zmieni się diametralnie w tym czasie. Jeśli spółka ma dobre wyniki finansowe, dobry produkt, pewne rynki to ryzyko jej niepowodzenia w okresie dwóch

czy trzech lat jest niewielkie. W przypadku funduszu inwestycyjnego nie jest to takie oczywiste. Inwestor obdarza zaufaniem ludzi zarządzających funduszem i jego kapitałem. O powodzeniu czy niepowodzeniu decyduje właściwie zarząd funduszu i sposób podejmowania przez niego decyzji o inwestowaniu środków.

Przy ocenie koncepcji rozwiązań przyjętych przez Ministerstwo Przekształceń Własnościowych wskazano, że uwzględniono dwie odrębne sytuacje funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Jedną to fundusz zdywersyfikowany, a drugą fundusz niezdywersyfikowany. W przypadku tego drugiego działania inwestora opierać się może na zaufaniu do zarządu funduszu. W sytuacji gdy fundusz jest silnie zdywersyfikowany muszą zostać narzucone określone ramy jego działania w trosce o jego klientów i nie można oprzeć jego funkcjonowania tylko na wzajemnym zaufaniu inwestora i zarządu funduszu. Dodatkowo nad funduszem zdywersyfikowanym czuwa bank – powiernik. W ten sposób być może oczekiwany zysk jest mniejszy, ale też gwarantowane jest większe bezpieczeństwo. Znacznie większa swoboda występuje w przypadku funduszy otwartych, gdyż ustawodawca wychodzi z założenia, że regulatorem będzie rynek.

Dyskusja pomiędzy przedstawicielami Ministerstwa Przekształceń Własnościowych a Komisją Papierów Wartościowych podczas seminarium wywołała reakcję wśród przedstawicieli banków, którzy wskazali, że nie zostali włączeni w dyskusję nad rozwiązaniami prawnymi funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, a wydaje się, że są oni ważną stroną w procesach zachodzących na rynku kapitałowym. Formułowane były opinie, że rozważa się problemy często w sposób teoretyczny, nie uwzględniając faktów i rzeczywistości, która nie znosi próżni i wypełnia ją treścią. Można oczywiście tworzyć wiele pięknych modeli, a później starać się nagiąć do nich praktykę gospodarczą, tylko jaki to ma sens i czy jest w jakiś racjonalny sposób uzasadnione.

W tym też tonie wskazywano, iż najprostszą drogą, w przypadku braku własnych doświadczeń, jest skorzystanie z dobrych sprawdzonych gdzie indziej wzorów. Dobrym rozwiązaniem jest także elastyczność regulacji, rezygnacja z tworzenia martwych, pustych przepisów ograniczających świat realny.

Jeden z dyskutantów wyraził pogląd, że właściwie nie ma pośpiechu przy zatwierdzaniu ustawy o funduszach inwestycyjnych. Lepiej poddać ją szerokiej dyskusji wśród wszystkich zainteresowanych stron, niż w krótkim czasie starać się o dokonanie poprawek. Niedopuszczalna jest praktyka taka jak w przypadku tworzenia ustawy o rachunkowości. Nie można drugi raz popełnić tego samego błędu. Należy wysłuchać głosów całego środowiska, rozważyć wszystkie zgłaszane argumenty. Dyskusji nad ustawą powinna przyświecać zasada, że możliwe są jeszcze gruntowne zmiany, a nie tak jak w dotychczasowej praktyce pobieżna ocena z nastawieniem, że czas goni, Parlament czeka i trzeba działać pod presją czasu w trybie pilnym.

Wypowiedź nawołującą do publicznej dyskusji nad ustawą o funduszach inwestycyjnych prowadzący dyskusję i paneliści uznali za postulat i nie podzielili tego poglądu. Uważali, bowiem, że taka ogólnonarodowa debata nie przyniosłaby pożądanego rezultatu, efekt jej byłby niewspółmierny do kosztów. Nie znaleziono by żadnych idealnych rozwiązań, bo takich nie ma. Natomiast ze zdwojoną siłą wystąpiłby efekt, o którym była mowa w postulacie, że traktowano by taką dyskusję jako szybką ścieżkę konsultacyjną i w rezultacie osiągnięto by tylko pewien walor socjotechniczny.

Wielokrotnie powracano do problemu uregulowania funkcjonowania funduszy inwestycyjnych w różnych krajach. Wskazywano na to, że w państwach wysoko rozwiniętych istnieją dość precyzyjnie określone i działające wiele lat systemy gospodarcze, w tym także ustrój finansowy. Nie należy też zapominać o czym przypominiali dyskutanci, że nie ma jednego uniwersalnego sposobu na regulację na rynku kapitałowym czy w sektorze bankowym. Są kraje, w których system finansowy opiera się na bankach uniwersalnych, świadczących usługi depozytowe, kapitałowe, ubezpieczeniowe. W innych krajach przyjęto rozwiązania holdingowe, gdzie instytucje finansowe podzieliły się rolami, ale działają w obrębie jednego dużego organizmu finansowego. W Polsce nie ma określonej myśli przewodniej przyświecającej tworzeniu rynku kapitałowego, instytucji finansowych, reorganizacji sektora bankowego. Jest to niewątpliwie poważny problem wymagający rozstrzygnięcia.

Istnieją dwa rodzaje mechanizmów alokacji kapitału – alokacja kapitałowa i alokacja kredytowa. W Europie przeważa model alokacji kapitałowej, alternatywny jest system anglosaski alokacji kapitałowej. Stany Zjednoczone i Wielka Brytania dokonywały swojego rozwoju w systemie alokacji kapitałowej, poprzez giełdę. W Polsce jednak należy myśleć o przyjęciu rozwiązań na wzór Niemiec czy Szwajcarii. Spektakularny przykład rozwoju Niemiec po II Wojnie Światowej, kiedy to 80% przemysłu było skoncentrowane w rękach banków – grup kapitałowo-przemysłowych. Właśnie dzięki odpowiedniemu zarządzaniu i sterowaniu procesami odbudowy i rozwoju nastąpił ogromny wzrost gospodarczy Niemiec. Takie same procesy możemy obserwować współcześnie w Azji Południowo-Wschodniej.

Dyskusyjny okazał się też problem „chińskich murów” poruszony przez jednego z panelistów. Wyrażano poglądy, że kwestia ta jest raczej postrzegana przez przedstawicieli banków zagranicznych; w biurach maklerskich uważa się, że może to być w najbliższym czasie poważną barierą działania. Podobna opinia wyrażana jest w Komisji Papierów Wartościowych. W polskich bankach nikt się z tym nie zgodzi, gdyż nie ma w nich „chińskich murów” pomiędzy departamentami inwestycji kapitałowych i departamentami kredytów.

Jednocześnie nie kwestionowano faktu, że problem „chińskich murów” jest ważny w biurach maklerskich. Pojawiają się kwestie dostępu do pewnych informacji i przepływu informacji pomiędzy departamentami. Występują różnice interesów i segmentacji działań. Ponownie wyrażono pogląd, iż niemożliwe są szczegółowe rozwiązania bez rozstrzygnięć modelowych, zarówno na szczeblu całego sektora finansowego jak i w stosunku do konkretnych instytucji tego sektora.

W dyskusji poruszono również problem skali, który omawiał jeden z panelistów. Wyrażano opinię, że zastanawianie się co jest korzystniejsze dla rynku finansowego czy umacnianie banków komercyjnych czy tworzenie holdingów finansowych składających się z banków komercyjnych, banków inwestycyjnych, firm ubezpieczeniowych i innych instytucji finansowych i mierzenie korzyści efektami skali jest nieporozumieniem. Bank komercyjny nie ma właściwie żadnej przewagi nad holdingiem banku ko-

mercyjnego i banku inwestycyjnego. Efekt skali występuje owszem w przypadku, gdy jeden bank ma kapitał wielkości 10 mln \$ a drugi 100 mln \$. Nie występuje ten efekt w przypadku, gdy jeden bank gromadzi 150 różnych przedsiębiorstw.

Równie kontrowersyjne okazało się odwoływanie do przykładu gospodarki niemieckiej i japońskiej opartej głównie o banki uniwersalne i wskazywanie na wysokie wskaźniki efektywności osiągnięte w tych krajach w ostatnich latach. Wskazywano, że ciągle namawia się system bankowy do powielania tych wzorów, natomiast podczas seminarium wyrażono opinię, że być może lepiej byłoby dla polskiego systemu finansowego oprzeć się na wzorach gospodarki szwajcarskiej. Problem jednak w tym, że banki w Polsce nie chcą się zmieniać, gdyż istniejący deficyt budżetowy przynosi im łatwy zysk bez ryzyka. Brak zmian uzasadnia się brakiem rozwiązań systemowych na szczeblu centralnym, politycznymi sporami, nieśmiałością rządów itd. Zdaniem jednego z dyskutantów nie można jednak usprawiedliwiać indolencji wielu banków w prowadzeniu swojej działalności, braku analiz rynku, rozwoju portfela produktów itd. Ponadto, gdy dotyka się istoty sprawy i pyta konkretnie w konkretnym banku członków zarządu o kształt systemu finansowego jaki uważają za pożądany i korzystny dla gospodarki i sektora bankowego to bardzo rzadko otrzymuje się odpowiedź.

W aktualnej sytuacji banki, które szukają swego miejsca poza formułą banku uniwersalnego są bardzo niezadowolone z obowiązującego prawa bankowego (notabene poddawanego ostatnio dyskusji i na tym tle krytyce oraz wskazywaniu na konieczność jego gruntownych zmian). Prawo to petryfikuje, bowiem obraz banku uniwersalnego podporządkowanego normom ostrożnościowym. Prawo to nie stwarza dogodnych warunków dla dywersyfikacji działalności banków, wdrażania nowych produktów banko-

wych, wprowadzania innowacji. Instytucje, które mają ambicje aby się rozwijać, wprowadzać nowoczesne rozwiązania w swoich bankach, dostosowywać się do działania w warunkach gospodarki rynkowej, coraz bardziej konkurencyjnej sami muszą poszukiwać rozwiązań i regulacji, co być może nie jest najlepszym wyjściem.

Wymiana poglądów podczas dyskusji dotyczyła także efektów ustawy o restrukturyzacji. Według jednych osób zabierających głos nie przyniosła ona zbyt wielkich zmian w sektorze bankowym. Inni dyskutanci uważali, że misja restrukturyzacji gospodarki poprzez system finansowy powiodła się, a jednocześnie przyczyniła się do znacznych przekształceń w sektorze bankowym. Argumenty za i przeciw, które padały podczas polemiki na tym seminarium były zbliżone do używanych podczas wcześniejszych spotkań PBR–CASE poświęconych tej problematyce. Wskazano, że banki nie dokonywały restrukturyzacji przedsiębiorstw w ramach akcji charytatywnej, one zarobiły na tym duże pieniądze.

W podsumowaniu dyskusji prowadzący drugą jej część M. Krzak wskazał, że jak zawsze na seminarium PBR–CASE żywo dyskutowano aktualne problemy sektora bankowego i gospodarki polskiej, wskazując na drogi rozwiązań wielu problemów, dzieląc się doświadczeniami i pomysłami. Jak zawsze też były głosy polemiczne, które stanowią inspirację do poszukiwań. W chwili obecnej w środowisku bankowym dyskutuje się zagadnienia prawa bankowego, nowe formuły funkcjonowania instytucji finansowych dostosowane do potrzeb rozwijającego się rynku kapitałowego i całej gospodarki. Stąd seminaria, na których dyskutuje się te problemy są tak ważne i pożyteczne.

¹ Grażyna Gierszewska jest współpracownikiem Fundacji Naukowej CASE.

Posiadacze znaczniejszych pakietów akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie – stan na dzień 20.11.1994 r.

Michał Górzyński¹

Przy obliczeniach posłużyłem się kursem z dnia 24.11.1994 r.

- I. Znaczniejsi polscy inwestorzy w spółkach notowanych na giełdzie.
- II. Znaczniejsi polscy inwestorzy w spółkach, które mają wejść na giełdę.
- III. Znaczniejsi inwestorzy zagraniczni w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych a Warszawie.
- IV. Znaczniejsi inwestorzy zagraniczni w spółkach, które mogą wejść na giełdę.
- V. Skarb Państwa na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie
- VI. Podsumowanie:
 - a) Najwięksi krajowi inwestorzy na giełdzie akcji.
 - b) Najwięksi inwestorzy zagraniczni mający udziały w spółkach akcyjnych notowanych na giełdzie.

I POLSCY INWESTORZY NA WARSZAWSKIEJ GIEŁDZIE PAPIEROW WARTOŚCIOWYCH

1. Polish American Enterprise Fund

ESPEBEPE Holding S.A.	ILOŚĆ	%
1	2	3
	135.970	8,50
I	153.010	9,56
II	151.010	9,44

Kurs z dnia 24.11.1994 r. 149.000

Pierwszy Polsko – Amerykański Bank w Krakowie S.A. 466.896 tys. akcji (62,3%)

Razem: $439.990 \times 149.000 = 65.558.510.000$

$466.896 \times 339.000 = 158.277.740.000$

Razem około 224 mld. zł / ~ 9 mln 259 tys. \$

2. Pioneer

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
BIG	2.057.727	6,09	58.000	119.348.160.000
DROSED SA	100.000	6,49	157.000	15.700.000.000
ELEKTRIM SA	301.821	4,51	1.005.000	303.330.100.000
EXBUD SA	456.937	5,71	104.000	47.521.448.000

1	2	3	4	5
IRENA SA	340.420	15,00	169.000	57.530.980.000
MOSTOSTAL EXPORT SA	1.616.103	7,18	140.000	226.254.420.000
MOSTOSTAL WARSZAWA SA	486.290	10,81	55.000	26.745.950.000
POLIFARB CIESZYN SA	1.000.000	5,23	96.000	96.000.000.000
PROCHEM SA	64.965	6,50	381.000	24.751.665.000
PRÓCHNIK SA	150.000	10,00	235.000	35.250.000.000
STALEXPORT SA	488.257	5,53	179.000	87.398.003.000
VISTULA SA	500.000	10,00	107.000	53.500.000.000
ŻYWIEC SA	144.679	4,82	1.710.000	247.401.090.000

RAZEM ok. 1 bln 341 mld zł / ok 55,5 mln \$

3. ELEKTRIM SA

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
Mostostal Zabrze SA	1.340.000	12,77	38.000	50.920.000.000

4. PZU SA i PZU „ŻYCIE” SA

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
BIG SA	3.973.870	11,70	58.000	230.484.460.000
KREDYT BANK SA	644.000	5,67	73.500	47.334.000.000
BIG SA	2.625.000	7,77	58.000	152.250.000.000

RAZEM 430 mld / ~ 18 mln \$

5. Towarzystwo Ubezpieczeń i Reasekuracji „WARTA” SA

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
KREDYT BANK SA	1.420.400	12,51	73.500	104.399.400.000
SWARZĘDZ SA	285.000	8,14	144.000	41.040.000.000

RAZEM 145 mld

6. Centrala Exportowo – Importowa „MINEX”

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
IRENA SA	573.625	25,49	169.000	96.942.625.000
KROSNO SA	112.050	5,09	165.000	18.488.250.000

RAZEM 115,5 mld

7. Agencja Rozwoju Gospodarczego SA

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
BRE SA	1.350.000	10,80	315.000	425.250.000.000
ELEKTRIM SA	1.080.000	16,14	1.005.000	1.085.400.000.000
UNIVERSAL SA	3.492.000	15,20	79.000	275.868.000.000
RAZEM	1.786,5 mln			

8. Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
AMERBANK SA	373.580	13,84	146.000	54.542.680.000

9. Telekomunikacja Polska SA

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
BIG SA	2.264.787	6,70	58.000	131.357.640.000

10. Żegluga Polska SA

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
BIG SA	1.480.000	4,38	58.000	85.840.000.000

11. Realbud – Spółka z o.o. z Krakowa

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
BRE SA	773.965	6,19	315.000	243.798.970.000

12. Pol – Mot Holding

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
DROSED SA	84.529	5,49	157.000	13.271.053.000

13. Wojewódzka Spółdzielnia Transportu Wiejskiego w Krakowie (w likwidacji)

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
EFEKT SA	128.375	11,41	120.000	15.405.000.000

14. ABB Dolmel LTD z Wrocławia

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
ELEKTRIM	300.000	4,48	1.005.000	301.500.000.000

15. Rolmex SA

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
INDYKPOL SA	1.560.000	70,13	129.000	201.240.000.000

16. Budimex E&C Sp. z o.o

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
KREDYT BANK SA	904.153	7,96	73.500	66.455.245.000

17. Powszechny Bank Kredytowy SA

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
KREDYT BANK SA	960.000	8,46	73.500	70.560.000.000

18. Agencja Rozwoju Przemysłu w Warszawie

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
PIERWSZY POLSKO-AMERYKAŃSKI BANK SA	127.500	17,00	339.000	43.222.500.000

19. Bank Śląski w Katowicach

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
POLIFARB CIESZYN SA	2.500.000	13,07	96.000	240.000.000.000
TONSIL SA	75.703	5,05	149.000	11.279.747.000

20. BIG SA

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
POLIFARB CIESZYN SA	1.521.120	7,95	96.000	146.027.520.000

21. Zakład Ubezpieczeń WESTA SA z Łodzi

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
PRÓCHNIK SA	380.881	25,39	235.000	89.507.035.000

22. Paged w Warszawie oraz Paged Westphalen z Hamburga

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
SWARZĘDZ SA	197.060	5,63	144.000	28.376.640.000

23. Polski Bank Rozwoju S.A. z Warszawy

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
TONSIL SA	267.000	17,80	149.000	39.783.000.000

24. Bank Przemysłowo Handlowy SA z Krakowa

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
VISTULA SA	250.000	5,00	107.000	26.750.000.000
WÓLCZANKA SA	91.343	6,09	225.000	20.552.175.000
ŻYWIEC	141.755	4,73	1.710.000	242.401.050.000

RAZEM 290 mld.

25. Bank Handlowo – Kredytowy w Katowicach

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
WÓLCZANKA SA	275.105	18,34	225.000	61.898.625.000
ŻYWIEC	206.947	6,90	1.710.000	35.387.937000

RAZEM 97 mld.

II. SPÓŁKI, KTÓRE MAJĄ WEJŚĆ NA GIEŁDĘ – POWAŻNIEJSI POLSCY UDZIAŁOWCY
(udział w kapitale w cenach nominalnych, dane z prospektów emisyjnych)

1. Bank Handlowy w Warszawie SA

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
BYTOM	150.000	33,30	100.000	15.000.000.000

2. Centrala Produktów Naftowych SA

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale
1	2	3
BANK WSPÓŁPRACY REGIONALNEJ	978.880	10,30

3. Realbud sp. z o.o. z Krakowa

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale
1	2	3
BANK WSPÓŁPRACY REGIONALNEJ	491.086	5,20

4. Instytut Zootechniki

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale
1	2	3
BANK WSPÓŁPRACY REGIONALNEJ	753.203	8,00

5. Elektrim SA

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
WARTA	400.000	15,38	100.000	40.000.000.000.

6. Carcons Sp. z o.o

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
WARTA	200.000	7,69	100.000	20.000.000.000

7. Kulczyk – Tradex Sp. z o.o. – handel wewn. i zew. Poznań

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
WARTA	200.000	15,38	100.000	20.000.000.000

8. TOP CAR Investment – Sprzedaż detaliczna i hurtowa

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
WARTA	190.000	7,30	100.000	19.000.000.000

9. Comexim Investment Sp. z o.o.

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
WARTA	180.540	6,90	100.000	18.054.000.000

10. Pol– Mot Holding SA

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
POL–MOT TRADING	403.175	66,4	100.000	40.317.500.000

11. Mitex – Export Sp. z o.o. – export, import usług budowlanych wycena nieruchomości

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
PLI	1.500.000	26,10	10.000	15.000.000.000

12. Elektrim SA

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
WARTA	400.000	15,38	100.000	40.000.000.000.
REMARK SA	540.000	27,00	21.000	11.340.000.000

13. Rafako

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
REMARK SA	540.000	27,00	21.000	11.340.000.000

14. Remark – Eko

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
REMARK SA	320.000	16,00	21.000	6.720.000.000

III. ZNACZNIEJSI INWESTORZY ZAGRANICZNI W SPÓŁKACH NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE.

1. MORRISON KNUDSEN CORPORATION – zarejestrowana w stanie Delaware w USA prowadzi działalność inwestycyjną na całym świecie od ponad 80 lat. Prowadzi działalność w takich dziedzinach jak: transport, budowa autostrad i portów lotniczych, ochrona środowiska, przemysł wydobywczy.

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
AMERBANK SA	195.000	7,22	146.000	28.470.000.000

2. HAC INVESTMENTS Ltd – zarejestrowana w stanie Delaware w USA jest własnością firmy Bankers Trust Company

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
AMERBANK SA	80.200	2,97	146.000	11.709.200.000

3. WARNER COMMUNICATIONS Inc. – spółka zarejestrowana w stanie Delaware w USA – jest to część Time Warner Incorporated – wiodącego producenta programów dla środków masowego przekazu. Grupa Time Warner posiada udziały w wydawictwach czasopism i książek, przemyśle fonograficznym i filmowym.

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
AMERBANK SA	54.800	2,03	146.000	8.000.800.000

4. FREDERIC T. FIELD – obywatel amerykański zajmujący się inwestowaniem kapitału w produkcję filmów, w nieruchomości i inne przedsięwzięcia

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
AMERBANK SA	202.800	7,51	146.000	29.608.800.000

UWAGA! Udziały w/w współwłaścicieli AMERBANKU znacznie się zmniejszyły w porównaniu z dniem wejścia AMERBANKU na giełdę, i tak:

- Morrison Knudsen Corporatio z 31,07% do 7,22%
- HAC Investments Ltd. z 15,93% do 2,97%
- Warer Communications Inc. z 10,4% do 2,03%
- Frederic Field – bez zmian

5. QUANTUM EMERGING GROWTH PARTNERS C.V. Curacao spółka prawa handlowego przy Kaya Flamboyan 9–Antyle Holenderskie.

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
AGROS HOLDING SA	1.270.000	14,81	260.000	330.200.000.000

6. ING – INERNATIONALE NEDERLANDEN BANK N.V. z siedzibą w Amsterdamie

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
BANK ŚLĄSKI SA	2.400.000	25,92	1.200.000	2.880.000.000.000

7. KAVALA JIS TICARET ve Madecilik z Istambułu. Firma zajmuje się handlem międzynarodowym, transportem wodnym, turystyką, hotelarstwem.

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
ELEKTRIM SA	300.000	4,48	1.005.000	301.500.000.000

8. NKT CABLES A/S – z Broendby Dania – produkcja i sprzedaż kabli oraz rur . Kapitał akcyjny wynosi 100.000.000 DKK

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
KABLE SA	500.000	25,00	120.000	60.000.000.000

9. INVESTMENT FUND FOR CENTRAL and EASTERN EUROPE z Danii – fundusz inwestycyjny powołany przez rząd duński 19.12.1989 r. w celu popierania inwestycji duńskich w Europie Centralnej i Wschodniej, finansowany ze środków państwowych w ciągu kilku lat ma się stać instytucją samofinansującą. Fundusz z reguły dokonuje inwestycji wraz z firmami duńskimi tworząc joint ventures lub dostarcza kapitał dla przedsiębiorstw chcących rozwijać swoją działalność. Kapitał własny 651.300.000. DKK

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
KABLE SA	500.000	25,00	120.000	60.000.000.000

10. LETTINANE INVESTMENTS Ltd. z siedzibą w Londynie. Udziałowcami tej spółki są Moulin Investments Ltd oraz Croxley Services. Przedmiotem działalności spółki jest: handel, usługi budowlane i remontowe, zakupy i przejmowanie innych spółek, podpisywanie umów rządowych, otrzymywanie praw koncesji, wspieranie klubów, funduszy.

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
INDYKPOL SA	264.500	11,89	129.000	34.120.500.000

11. SMITH NEW COURT z Londynu – Investment Services Ltd

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
MOSTOSTAL EXPORT SA	2.900.000	12,89	140.000	406.000.000.000
POLIFARB CIESZYN SA	977.735	5,11	98.000	95.818.030.000
SWARZĘDZ SA	155.148	4,43	144.000	22.341.312.000

RAZEM 525 mld zł

12. BESSEMER TRUST COMPANY z Londynu

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
MOSTOSTAL – EXPORT SA	1.061.360	4,72	140.000	148.590.400.000

13. CAPITAL INTERNATIONAL EMERGING MARKETS FUND z Luxemburga

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
MOSTOSTAL WARSZAWA SA	409.163	9,09	55.000	22.503.965.000

14. BRAU UND BRUNNEN INTERNATIONAL GmbH

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
OKOCIM SA	700.029	23,33	650.000	455.018.850.000

15. FLUOR DANIEL B.V.

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
PROCHEM SA	350.000	35,00	381.000	133.350.000.000

16. The CENTRAL EUROPEAN GROWTH FOUND PLC z Londynu

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
SWARZĘDZ SA	180.985	5,17	144.000	26.061.840.000

17. SERVEPART LIMITED C/O TUSSAUDUS SOLICITORS z Londynu 18/Westbourne Grove London W 25RH

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
UNIVERSAL	992.434	4,41	79.000	78.402.286.000

18. Amhold and S Bleichroeder Inc. – Vistula – brak danych**19. PepsiCo. Finance (U .K.) Ltd.**

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
WEDEL SA	3.066.300	61,49	2.000.000	6.132.600.000.000

20. EBOR – międzynarodowa instytucja o kapitale na dzień 28.III.1991 r. – 10 mld ECU – zrzesza 59 państw – zajmuje się doradztwem finansowym, dostarczaniem kredytów, dla przedsiębiorstw państwowych i prywatnych w trakcie przekształceń.

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
WBK SA	14.608.000	28,53	55.000	803.440.000.000

21. Heineken International BeHeer BV

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
ŻYWIEC SA	747.000	24,9	1.710.000	1.277.370.000.000

22. The East European DT Invesco House z Jersey

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
ŻYWIEC SA	160.000	5,33	1.710.000	273.600.000.000

*** Creditanstalt Bankverein Wiedeń**

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
ŻYWIEC SA	108.000	3,60	1.710.000	184.680.000.000

IV. SPÓŁKI JESZCZE NIE NOTOWANE NA GIEŁDZIE, W KTORE ZAANGAŻOWANY JEST OBCY KAPITAŁ

1. Hariston Corporation – z Vancouver w Kanadzie – inwestuje w dziedziny, które ocenia jako perspektywiczne i dające szybki zwrot wniesionego kapitału. Posiadała 79,9 % kapitału PLI SA – zawarła umowy sprzedaży części posiadanych akcji

- 140.000 – OERI FINANCE INC. Bazylea – Szwajcaria
- 100.000 – CITE DE CINEMA (MCU) INC. Montreal, Quebec Kanada
- 100.000 – Haveton Sales & Marketing Inc., Don Miles, Ontario, Kanada oraz
- 160.000 akcji mniejszym zagranicznym inwestorom.

Obecnie spółka posiada 2.249.999 akcji „Polish Life Improvement „SA o wartości 22..499.900.000 (39,1 %)

2. Saccot Holdings Limited

Odkupiło 8,7 % akcji od Hariston Corp. Spółka ma swoją siedzibę w Paryżu we Francji – zajmuje się prowadzeniem inwestycji kapitałowych.

Kapitał własny wynosi 10 mln \$ USA

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
PLI	500.000	8,70		5.000.000.000

– Hariston Corp. sprzedał 1.500.000 akcji przedsiębiorstwu Mitex – Export sp. z o.o.

V. SKARB PAŃSTWA NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

W punktach I i II pominąłem Skarb Państwa, który jest największym inwestorem na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Posiada on udziały w 11 notowanych spółkach na łączną wartość ponad 8 bln. zł. Skarb Państwa jest specyficznym inwestorem na nowopowstałej giełdzie, który tylko i wyłącznie pozbywa się swoich udziałów. Warto zaznaczyć, iż ze wszystkich notowanych spółek na Gieldzie Skarb Państwa jeszcze kilka lat temu posiadał 100 % udziałów w 36 spółkach.

Udziały Skarbu Państwa w spółkach notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie – stan z 20.IX 1994 r. wg. kursów z dn. 24.IX.1994 r.

	Ilość akcji	Procentowy udział w kapitale	Kurs akcji	Suma
1	2	3	4	5
AGROS HOLDING SA	705.704	8,23	260.000	183.492.400.000
BŚK SA	3.070.945	33,16	1.200.000	3.685.134.000.000
INDYKPOL SA	380.000	17,80	129.000	49.020.000.000
DĘBICA SA	4.312.000	42,69	132.000	569.184.000.000
JELFA SA	1.363.227	25,72	181.000	246.744.080.000
KROSNO SA	768.680	34,94	165.000	126.832.200.000
OKOCIM SA	560.000	18,67	650.000	364.000.000.000
STAL EXPORT SA	3.336.412	37,77	179.000	597.217.740.000
TONSIL SA	708.315	47,22	149.000	105.538.930.000
WBK SA	15.353.600	30,00	55.000	844.448.000.000
WEDEL SA	656.167	13,60	2.000.000.	1.312.334.000.000

RAZEM

8 bln. 85 mld. zł

VI. PODSUMOWANIE

I. Najwięksi inwestorzy na giełdzie akcji – Polska

1.	Agencja Rozwoju Gospodarczego SA	1 bln 786 mld
2.	Fundusz „Pioneer“	1 bln 341 mld
3.	PZU	430 mld
4.	ABB „Dolmel“	301 mld
5.	Bank Przemysłowo – Handlowy	288 mld
6.	Bank Śląski	251 mld
7.	Realbud Sp. z o.o.	243 mld
8.	Polsko – Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości	224 mld
RAZEM		4.684 mld

Największymi polskimi inwestorami są ARG SA oraz „Pioneer“. Należy wspomnieć, iż fundusz na koniec czerwca tego roku (obecne dane są obliczone wg. kursu na dzień 24.11.94) posiadał akcje o łącznej wartości 1 bln 900 mld. Spadek wartości udziałów „Pioneera“ można tłumaczyć trwającą bessą na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych oraz zmianą portfela inwestycyjnego funduszu (fundusz pozbył się m.in. 146.991 akcji Banku Śląskiego, 152.427 akcji BRE, 222.617 akcji Wedla). Część funduszy została przesunięta na rynek obligacji. W najbliższym czasie należy się jednak spodziewać wzrostu inwestycji „Pioneera“ w akcje (sprzyja temu m.in. niska cena akcji).

Na trzecim miejscu plasuje się PZU. Jest to jeden z trzech funduszy ubezpieczeniowych inwestujących na rynku akcji (obok PZU 145 mld zainwestowało TUIR „Warta“ oraz 89.5 mld „Westa“ SA z Łodzi). W sumie towarzystwa ubezpieczeniowe zainwestowały na giełdzie ok. 665 mld zł. Warto wspomnieć, iż w niedługim czasie na giełdę wejdzie TUIR „Warta“. Przy okazji funduszy ubezpieczeniowych warto poruszyć problem funduszy emerytalnych, które w przyszłości będą znacznymi inwestorami na Giełdzie Warszawskiej. Myślę, iż jest to jednak dość daleka przyszłość (2–4 lata) gdyż dopiero jest rozpatrywany problem ukształtowania systemu ubezpieczeń społecznych – wszystko jest jeszcze w fazie projektów.

Istnieje spora grupa inwestorów, która inwestując w akcje nie liczy tylko na wzrost kursów akcji, ile na możliwość oddziaływania na firmę, która działa w tej samej

branży. Doskonałym przykładem jest ABB „Dolmel“ posiadający akcje „Elektrimu“ o wartości 300 mld czy też „Elektrim“ mający 12,77% akcji Mostostalu Zabrze SA.

Bardzo ważnymi inwestorami są banki, jest to bardzo ważny czynnik kształtujący rozwój rynku kapitałowego w Polsce. Obecnie na giełdzie jest notowanych siedem banków: BIG, BRE, BSK, WBK, AMERBANK, KREDIT BANK, Pierwszy Polsko – Amerykański Bank w Krakowie. Jak ważne są te spółki na Warszawskiej Giełdzie świadczą dane liczbowe: na 35 spółki notowane na rynku podstawowym na 6 banków przypadło 24.XI.94 r. 31% obrotów na giełdzie. Wśród banków, które inwestują na giełdzie znajdują się Powszechny Bank Kredytowy, Bank Śląski, BIG SA, Polski Bank Rozwoju, Bank Przemysłowo – Handlowy z Krakowa, Bank Handlowo – Kredytowy w Katowicach, Bank Handlowy z Warszawy – łącznie wartość ich inwestycji przekracza 920 mld.

Mocną pozycję na rynku zaznaczają również byłe centrale handlu zagranicznego po zdemonopolizowaniu tej dziedziny gospodarki przekształcają się one w quasi fundusze inwestycyjne (bardzo często prowadząc dalej działalność handlową). Przykładami takich spółek są Realbud SA, Elektrim SA, Pol – Mot Holding, Paged SA z Warszawy, Budimex E&C Sp. z o.o czy „Minex“, Centrala Exportowo – Importowa. Łącznie wartość ich inwestycji przekracza 625 mld.

Ważnymi inwestorami są również firmy inwestujące swoje środki na Giełdzie takie jak: Telekomunikacja Polska SA, Żegluga Polska SA, czy Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo.

II Najwięksi inwestorzy zagraniczni mający udziały w spółkach akcyjnych notowanych na giełdzie.

1.	Pepsi Co. Finance Ltd.	6 bln 132 mld
2.	International Nederlanden Bank NV	2 bln 880 mld
3.	Heineken International Beker B.V	1 bln 277 mld
4.	EBOR	803 mld
5.	Smith New Court z Londynu	525 mld
6.	Brau und Brunnen International GmbH	455 mld
7.	Quantum Emergency Growth Partners cv	330 mld
8.	Kavala JIS Ticaret z Istanbuhu	301 mld
RAZEM		12.655 mld

Nie wolno zapomnieć o indywidualnych inwestorach (800 tys. rachunków inwestycyjnych), którzy na Warszawskiej Giełdzie odgrywają znacznie większą rolę niż indywidualni inwestorzy na innych giełdach.

Największymi inwestorami zagranicznymi są tzw. inwestorzy strategiczni, posiadający znaczne pakiety akcji tylko w jednej spółce, często wykupują je w celu uzyskania kontroli nad spółką (zaznaczyć trzeba, iż często zagraniczne firmy weszły w posiadanie znacznych pakietów akcji jeszcze przed wejściem firmy na giełdę). Do takich firm możemy zaliczyć Pepsi Co, ING.

Działalność funduszy zagranicznych na giełdzie wydaje się być niewielka, najwięcej zainwestował fundusz z Londynu Smith New Court ok. 525 mld oraz Quantum Emerging Growth Partners c.v. Curacao – 330 mld. W sumie wielkość zainwestowanego kapitału przez zagraniczne fundusze inwestycyjne wynosi 1.265 mld zł.

Na giełdzie daje się zauważyć obecność instytucji finansowych, finansowanych przez rządy: Investment Fund for Central and Eastern Europe (Dania) czy Polsko – Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości (USA). Oba fundusze zainwestowały ok 285 mld.

Należy wspomnieć również i o finansowych organizacjach międzynarodowych takich jak EBOR.

Reasumując Polski rynek kapitałowy to m.in. 48 spółek publicznych, 49 domów maklerskich, 815 maklerów giełdowych, 9 doradców, 800 tys. rachunków inwestycyjnych, 500 tys. właścicieli świadectw udziałowych „Pionera” i kilkaset tysięcy osób posiadających świadectwa depozytowe.

¹ Michał Górczyński jest współpracownikiem Fundacji Naukowej CASE.