

Inwestorzy instytucjonalni na rynku kapitałowym

Dnia 31 marca 2010 r. w siedzibie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie odbyła się konferencja „Znaczenie inwestorów instytucjonalnych dla rozwoju rynku kapitałowego” zorganizowana przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych.

Pojęcie „inwestorzy instytucjonalni” jest niejednoznaczne. W najszerszym ujęciu inwestorzy instytucjonalni to wszystkie podmioty operujące na rynku kapitałowym, które nie są inwestorami indywidualnymi, czyli zarówno instytucje finansowe, jak i Skarb Państwa, czy przedsiębiorcy. W nieco węższym ujęciu z grona inwestorów instytucjonalnych wykluczani są przedsiębiorcy, których podstawowy przedmiot działalności nie polega na dokonywaniu inwestycji finansowych. Najwęższe, a przez to najbardziej jednoznaczne, jest przyjmowanie za inwestorów instytucjonalnych wyłącznie podmiotów, które inwestują na rynku kapitałowym większe fundusze zebrane od osób fizycznych i przedsiębiorstw niefinansowych. Najczęściej wymienia się wśród nich trzy podstawowe grupy: fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe¹. W Polsce ze względu na znikomą aktywność towarzystw ubezpieczeniowych za inwestorów instytucjonalnych, mających wpływ na rynek kapitałowy, należy uznać jedynie fundusze inwestycyjne i fundusze emerytalne.

Dyskusję na konferencji zdominował jednak temat systemu emerytalnego. Poruszano także zagadnienia związane z TFI i samym rynkiem kapitałowym. Szczegóły wystąpień poniżej.

Po otwarciu konferencji, dokonanym przez Beatę Stelmach, Prezesa Zarządu SEG i Ludwika Sobolewskiego, Prezesa Zarządu GPW nastąpił wykład inauguracyjny Ministra Michała Boniego, Szefa Zespołu Doradców Strategicznych Premiera, zatytułowany „Proponowane zmiany w finansach publicznych a rynek kapitałowy”. W swojej wypowiedzi Minister Boni podkreślał, że polska gospodarka na tle świata wypada bardzo dobrze. Wprawdzie narasta dług sektora publicznego, ale wolniej, niż szacowano (obecnie wynosi 49,9% PKB, wobec estymowanego poziomu 51%), dlatego wydaje się, że składki przyszłych emerytów zgromadzone w OFE są niezagrożone akwizycją przez budżet państwa. Minister Boni prezentował też polskie działania antykryzysowe, m.in. absorpcję środków unijnych, oszczędności w wydatkach budżetowych, optymalizację kursu złotego, przyspieszenie prywatyzacji.

¹ Por. np. Andrzej Sławiński, *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju globalnego rynku finansowego*, Referat na konferencję *Współczesne problemy finansów międzynarodowych* Kolegium Gospodarki Światowej SGH, 17 listopada 2006 r., <http://www.nbp.pl/publikacje/wyklady/slawinski112006.pdf>

Minister Boni przedstawił też metody wychodzenia z kryzysu pozwalające na wyrównanie opóźnienia strukturalnego Polski. Wychodzenie z kryzysu powinno przebiegać w sposób harmonijny (obejmujący konsolidację finansów i stymulację rozwoju). Najważniejsze w tym kontekście wydaje się zdobywanie nowych przewag konkurencyjnych i rozwój, który należy finansować nie tylko środkami publicznymi. Szansy na pozyskanie prywatnych źródeł finansowania innowacyjnego rozwoju Minister upatruje przede wszystkim w rozwoju rynku CATALYST. Jako wyzwania rozwojowe Minister Boni określił m.in. nową klasyfikację długu publicznego, konieczność wzrostu efektywności OFE oraz reformę emerytur mundurowych i KRUS.

Po wykładzie inauguracyjnym rozpoczęła się część panelowa, moderowana przez Marka Tejchmana z TVN CNBC Biznes. Jako pierwszy wypowiadał się Adam Leszkiewicz, Podsekretarz Stanu w Ministerstwie Skarbu Państwa. Podkreślił on rolę, jaką odgrywa Skarb Państwa na rynku kapitałowym jako współwłaściciel wielu spółek notowanych na GPW, a także wprowadzający akcje podmiotów prywatyzowanych. Zapowiedział, że rok 2010 będzie obfitował w wielkie prywatyzacje (m.in. Tauron, PZU), sprzedaż „resztówek” akcji m.in. TP, PGE, Ruch. Określił liczbę rozpoczętych projektów prywatyzacyjnych na 450, z czego 200 jest już w finalnej fazie poszukiwania inwestora. Zwrócił także uwagę na to, że Skarb Państwa uczestniczy w życiu rynku kapitałowego poprzez budowanie klimatu wobec OFE i TFI a także poprzez wspieranie edukacji dotyczącej inwestowania.

Jako kolejny głos zabral prof. Krzysztof Rybiński z SGH. Rozpoczął apelem o nie zatrzymywanie środków OFE w Polsce, ze względu na za dużą skalę ich funduszy jak na możliwości absorpcji polskiego rynku kapitałowego. Wskazał również że, jest to nieefektywne i niezgodne z teorią i praktyką dywersyfikacji portfela. Poza tym zwrócił uwagę na cztery wstydlive obszary dotyczące rynku kapitałowego: niską jakość debaty prowadzonej na temat OFE, brak płynnego rynku obligacji korporacyjnych, brak polskiej firmy na liście New Global Challengers Boston Consulting Group oraz brak Instytutu Rynku Kapitałowego, który miałby skupiać ekspertów tego rynku.

Minister Boni, przyznał, że debata o OFE powinna być prowadzona inaczej i być nakierowana na konkrety, np. zmianę benchmarku dla OFE na zewnętrzny w celu poprawy ich efektywności.

Następnym panelistą biorącym udział w dyskusji był Tomasz Bańkowski, Prezes Zarządu Pekao Pioneer PTE S.A. Swoją wypowiedź zaczął od podkreślenia wzrostu znaczenia inwestorów instytucjonalnych na świecie. Przechodząc do oceny wyników OFE w ostatnim okresie stwierdził, że naturalne są wahania na rynku, a rolą PTE jest tak zarządzać portfelem, żeby zachować wartość dla przyszłego emeryta, a nie pomnażać jego kapitał. Ponadto zwrócił uwagę na konieczność zwiększania limitów inwestycji zagranicznych, ze względu na potrzebę dywersyfikacji. Obecnie fundusze inwestują w obligacje skarbowe, bo nie widzą innych możliwości. Jako uzupełnienie portfela można przyjąć ofertę prywatyzacyjną, o ile będzie atrakcyjna.

Kolejny wypowiadający się, prof. Marek Góra z SGH, podkreślał, że system emerytalny jest dobrze funkcjonującym mechanizmem, składającym się z dwóch elementów. Jednym jest osiągnięcie celu społecznego, drugim zaś wykorzystanie rynku kapitałowego, żeby ten cel realizować. Błędem

często popełnianym w dyskusjach jest, zdaniem prof. Góry, przeciwstawianie sobie tych dwóch elementów. Potwierdzeniem dobrego funkcjonowania polskiego systemu emerytalnego są „przeplatające się” wyniki ZUS i OFE w kolejnych okresach. Natomiast zagrożeniem osiągnięcia uzupełniających się wyników obu tych filarów systemu emerytalnego jest zbyt płytki rynek, na skutek czego OFE kupują obligacje skarbowe, replikując niejako portfel ZUS, zamiast inwestować w prywatne papiery wartościowe. Oprócz tego, prof. Góra zwrócił uwagę na niski poziom edukacji publicznej w zakresie rynków finansowych oraz zbyt częste mylenie pojęć: „OFE” i „PTE”.

Jako następny głos zabrał Krzysztof Stupnicki, Prezes Zarządu Amplifico TFI S.A. Przedstawił on pokrótce powody, dla których FIO i OFE mają opinię inwestorów pasywnych. Przyczyny leżą m.in. po stronie samych spółek, które publikują swoje raporty w ostatnim możliwym terminie i zwołują walne zgromadzenia akcjonariuszy w bardzo bliskich terminach, co przy dużej liczbie spółek w portfelu ze względów technicznych uniemożliwia aktywne wykonywanie praw właścicielskich. Ale to nie jedyne powody. Kolejnym jest krótki horyzont inwestycyjny w samych funduszach (OFE 6 miesięcy, FIO 12 miesięcy), którego okres wyznaczany jest przez publikowane rankingi wyników poszczególnych kategorii inwestorów instytucjonalnych. Niemniej jednak pasywna postawa funduszy nie jest regułą bez wyjątków – jako przykład prelegent przedstawił *case study* WSiP SA, gdzie współdziałanie inwestorów funduszowych pozwoliło zmienić nie tylko członków władz spółki, ale i sposób funkcjonowania przedsiębiorstwa na płaszczyźnie operacyjnej. W efekcie poprawiło to wyniki spółki, a fundusze, sprzedając akcje spółki w odpowiedzi na wezwanie, osiągnęły stopę zwrotu wyższą niż z WIG.

Znaczenie inwestorów instytucjonalnych na rynku kapitałowym potwierdza również skala ich udziału w spółkach – OFE i FIO razem mają 13% udział w kapitalizacji GPW, oraz 53% we *free floacie*.

Jako ostatni głos zabrał Ludwik Sobolewski. Nawiązał do wypowiedzi prof. Rybińskiego. Stwierdził, że dyskusja o systemie emerytalnym nie jest wstydliva, ale wstydem jest nie wprowadzanie rozwiązań dobrych dla systemu emerytalnego. I tak, według Prezesa Giełdy, należałoby: wprowadzić możliwość zabezpieczania się pochodnymi, pożyczki papierów wartościowych, benchmark zewnętrzny, ponadto uprzywilejować limitem inwestycyjnym obligacje korporacyjne publiczne (co przyczyni się do wzrostu rynku CATALYST), oraz prywatyzować. Natomiast wyraził swój sprzeciw wobec zezwolenia OFE na inwestycje zagraniczne.

Wypowiadając się na temat obligacji korporacyjnych, prezes Sobolewski stwierdził, że tego instrumentu boją się sami emitenci. Z kolei to, że nie ma w Polsce przedsiębiorstw z globalnym brandem korporacyjnym budowanym poprzez innowacje, jest kwestią zbyt krótkiego czasu. Prezes GPW oczekuje, że na pewno przedsiębiorstwa takie się pojawią i będą to spółki giełdowe. W kwestii Instytutu Rynku Kapitałowego, określił jako wystarczające istnienie Warszawskiego Instytutu Rynku Kapitałowego i podkreślił brak konieczności zbyt daleko idących debat na temat rynku kapitałowego, zamiast tego proponując oświeconą dyktaturę, która pozwala szybciej podejmować decyzje.

Po wystąpieniach zaproszonych panelistów rozpoczęła się sesja pytań i odpowiedzi. W jej trakcie wracano do już wcześniej poruszanych wątków związanych przede wszystkim z systemem emerytalnym, efektywnością OFE, finansami publicznymi. Padały też głosy dotyczące braku szans na rozwój rynku obligacji korporacyjnych w Polsce ze względu na brak podmiotów mogących emitować serie obligacji na tyle duże, żeby zapewnić płynność obrotu na skalę potrzeb inwestorów instytucjonalnych.

Reasumując: całą konferencję zdominował temat OFE, pozostawiając na uboczu problematykę innych inwestorów instytucjonalnych. Wśród licznych poruszanych wątków można wyróżnić trzy główne obszary sporne:

- limity inwestycyjne OFE (w szczególności dotyczące inwestycji zagranicznych),
- sposób oceny efektywności OFE,
- rozwój rynku CATALYST.

Wśród obszarów, co do których wypowiedający się byli zgodni, można natomiast wymienić:

- potrzebę prywatyzacji,
- konieczność powszechnej edukacji w zakresie rynku kapitałowego,
- duże znaczenie inwestorów instytucjonalnych na rynku kapitałowym.