

## **WARSZAWSKA GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH – SZANSE I MOŻLIWOŚCI ROZWOJU A PROCESY INTEGRACYJNE**

Zakup papierów wartościowych jest formą inwestycji. Każdy, kto posiada dochody, podejmuje codziennie decyzje związane z pieniędzmi – czy przeznaczyć je na konsumpcję czy inwestować. Inwestycja może mieć na celu ochronę przed utratą wartości ( inflacja ), zabezpieczenie na później, bądź przyniesienie zysku – w krótszym lub dłuższym okresie. W zależności od tych czynników wybiera się różne rodzaje inwestycji, gdyż wiążą się one z różnym poziomem ryzyka.

Papiery wartościowe to jedna z form inwestowania – obok nieruchomości, złota, walut, lokat bankowych, dzieł sztuki czy antyków. W zależności od przyjętych strategii, inwestycje w papiery wartościowe mogą mieć bardzo różny poziom ryzyka. Najbezpieczniejsze są obligacje Skarbu Państwa. Ich oprocentowanie odzwierciedla poziom inflacji, a wahania kursów są niewielkie. Obligacje dają niewysoki, ale pewny dochód. Ich dodatkową zaletą jest możliwość odsprzedania w każdej chwili. Wyższe ryzyko, ale i większe możliwości zysku, niosą ze sobą akcje. Akcje kupuje się z nadzieją na zyski kapitałowe ( wzrost cen ), a także na dywidendę – czyli wypłatę z zysków spółki. Podstawowe ryzyko w przypadku akcji to możliwość spadku ich cen, a w skrajnym przypadku bankructwo spółki, co oznacza całkowitą utratę wartości posiadanych akcji.

Istnieje wiele sposobów ( strategii ) ograniczania ryzyka. Przede wszystkim przy decyzjach inwestycyjnych należy kierować się informacjami ze spółek tzn. należy śledzić i analizować publikowane wyniki i odpowiednio na nie reagować. Ryzyko można zmniejszać poprzez zróżnicowanie posiadanego portfela akcji – rozkładając kapitał na wiele papierów, wiele spółek z różnych sektorów gospodarki.

Pierwsza giełda papierów wartościowych w Polsce otwarta została w Warszawie 12. maja 1817 roku. Sesje odbywały się w godzinach 12.00 – 13.00. W XIX w. przedmiotem handlu na giełdzie warszawskiej były przede wszystkim weksle i obligacje. Handel akcjami rozwinął się na szerszą skalę w drugiej połowie XIX w. W latach między I a II wojną światową giełdy w Polsce działały na podstawie rozporządzenia Prezydenta o organizacji giełd. Oprócz giełdy warszawskiej istniały także giełdy papierów wartościowych w Katowicach, Krakowie, Lwowie, Łodzi, Poznaniu i Wilnie. Podstawowe znaczenie miała jednak giełda w Warszawie, na której koncentrowało się 90% obrotów. W 1938 roku na warszawskiej giełdzie notowano 130 papierów: obligacje ( państwowe, bankowe, manipulacyjne ), listy zastawne oraz akcje. Z chwilą wybuchu II wojny światowej giełda w Warszawie została zamknięta. Wprawdzie po roku 1945 podjęto próby reaktywowania działalności giełd w Polsce, jednak ich istnienie było nie do pogodzenia z narzuconym systemem gospodarki centralnie planowanej.

We wrześniu 1989 roku rząd Tadeusza Mazowieckiego rozpoczął program zmiany ustroju gospodarki rynkowej. Głównym motorem zmian strukturalnych była prywatyzacja i rozwój rynku kapitałowego. W przeciwieństwie do doświadczeń innych krajów, gdzie prywatyzacja prowadzona była w ramach istniejącej już struktury instytucji finansowych, w Polsce – równocześnie z prywatyzacją – konieczne było stworzenie niezbędnej infrastruktury rynku kapitałowego. Pięćdziesięcioletnia przerwa w funkcjonowaniu polskiego rynku kapitałowego stworzyła sytuację pustki prawno – instytucjonalnej. Oznaczało to w praktyce

brak doświadczeń i wiedzy fachowej, lecz również ogromne możliwości rozwoju. Rozważając kilka alternatywnych rozwiązań, zdecydowano się na bezpośrednie nawiązanie do wzorców zagranicznych rynków kapitałowych, a więc przeniesienie nowoczesnych rozwiązań regulacji prawnych i organizacyjnych. Obserwowana standaryzacja i globalizacja rynków kapitałowych na świecie nie stwarzała większych szans oryginalnym modelom krajowym. Zaletą takiego wyboru było zdecydowane przyspieszenie procesu i przyjęcie od razu rozwiązań docelowych.

Opracowanie szczegółowych procedur nowoczesnego obrotu giełdowego w okresie zaledwie kilku miesięcy było możliwe dzięki pomocy merytorycznej i finansowej Francji, a konkretnie Spółki Giełd Francuskich ( Societe de Bourses Francaises ) i Centralnego Depozytu SICOVAM. Niezmiernie ważnym elementem powstającego rynku kapitałowego była regulacja prawna, którą należało opracować od początku. Pierwsza wersja projektu ustawy regulującej publiczny obrót papierami wartościowymi została opracowana w lipcu 1990 roku. W dniu 22 marca 1991 roku Sejm uchwalił ustawę „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych”. Powstały w ten sposób podstawy prawne głównych instytucji rynku kapitałowego: domów maklerskich, giełdy, funduszy powierniczych, jak również Komisji Papierów Wartościowych jako organu administracji rządowej kontrolującego i promującego rynek papierów wartościowych. W odniesieniu do giełdy ustawa ta określiła, że instytucja ta powinna zapewniać:

- koncentrację podaży i popytu na papiery wartościowe dopuszczone do obrotu giełdowego w celu kształtowania powszechnego kursu,
- bezpieczny i sprawny przebieg transakcji i rozliczeń,
- upowszechnianie jednolitych informacji umożliwiających ocenę aktualnej wartości papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu giełdowego.

W niecały miesiąc po uchwaleniu przez Sejm prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, dnia 12 kwietnia 1991 roku, Minister Przekształceń Własnościowych i minister Finansów reprezentujący Skarb Państwa podpisali akt założycielski Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Cztery dni później, 16 kwietnia odbyła się pierwsza sesja giełdowa z udziałem 7 domów maklerskich, na której notowano akcje 5 spółek. Wpłynęło wówczas 112 zleceń kupna i sprzedaży, a łączny obrót giełdy wyniósł 1.990 zł ( 2 tys. USD ).

Uznanie zastosowanych w Polsce rozwiązań znalazło swój wyraz w przyjęciu w grudniu 1991 roku Giełdy Papierów Wartościowych w poczet członków korespondentów Międzynarodowej Federacji Giełd Papierów Wartościowych ( FIBV ). W październiku 1994 roku polska giełda została pełnym członkiem tej organizacji, grupującej wszystkie najważniejsze giełdy świata. Zadaniem FIBV jest koordynacja współpracy między giełdami poszczególnych krajów, wprowadzanie nowoczesnych rozwiązań, ujednocnianie standardów i poszerzanie zasięgu transakcji międzynarodowych. Od 1992 roku giełda warszawska jest również członkiem korespondentem Federacji Europejskich Giełd Papierów Wartościowych ( FESE ).

Giełda realizuje program rozwoju nowego systemu giełdowego. Istniejący system obrotu zostanie zastąpiony przez nowy system komputerowy, umożliwiający przekazywanie na giełdę zleceń z dowolnego miejsca, oraz zawierający moduł obrotu instrumentami pochodnymi. Program Narodowych Funduszy Inwestycyjnych stanowi ważny element rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Fundusze NFI obejmują ponad 500 spółek. Od lipca 1996 roku powszechne świadectwa udziałowe ( PŚU ) są notowane na giełdzie. W roku 1997 weszły na giełdę pierwsze spółki parterowe programu NFI. Od 12 czerwca 1997 roku na giełdzie notowane są również akcje samych funduszy. Przepisy obowiązującej od 4 stycznia 1998 roku ustawy „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi” są zgodne z wymogami OECD i z aktami prawnymi Unii Europejskiej, wprowadzając możliwości

pożyczania papierów wartościowych, określają podstawowe zasady zawierania tzw. umów gwarancyjnych. W dniu 21 lutego 1998 roku weszła w życie „Ustawa o funduszach inwestycyjnych”, która wprowadza podstawy prawne do działania funduszy zamkniętych umożliwiając powstawanie tego typu instytucji.

Reforma polskiego systemu emerytalnego powinna wpłynąć na dalszy rozwój inwestorów instytucjonalnych. W chwili obecnej na polskim rynku działa jedynie kilka otwartych funduszy inwestycyjnych. Prywatyzacja będzie się pogłębiać i przynosić coraz większe efekty finansowe. Proces prywatyzacji obejmie w ciągu najbliższych lat największe przedsiębiorstwa, takie jak rafinerie, sieci energetyczne, czy największe banki państwowe. Będzie to miało znaczny wpływ na wzrost kapitalizacji giełdy.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, jak już wcześniej wspomniałam, została założona przez skarb Państwa jako spółka akcyjna. Kapitał akcyjny spółki wynosi 42 mln. Złotych i jest podzielony na 60 tys. akcji imiennych. Jej akcjonariuszami mogą być banki, domy maklerskie, Skarb Państwa, towarzystwa funduszy powierniczych, zakłady ubezpieczeń oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu i notowań na Giełdzie.

W strukturze organizacyjnej GPW można wyodrębnić następujące organy: Walne Zgromadzenie, Radę Giełdy oraz Zarząd Giełdy, które są jednocześnie władzami spółki. Oprócz tego wyróżnić można następujące działy: Dział Notowań, Dział Informatyki, Dział Prawny, Dział Emitentów, Dział Finansowo – Księgowy, Dział Produktów Informacyjnych, Dział Marketingu i Edukacji oraz Dział Administracyjno – Techniczny.

Walne Zgromadzenie Giełdy jest jej najważniejszym organem. Prawo do udziału w nim mają wszyscy akcjonariusze Giełdy. Do jego kompetencji należy m.in. dokonywanie zmian w Statucie GPW, zatwierdzanie Regulaminu Rady Giełdy, wybór członków Rady Giełdy.

Dwunastoosobowa Rada Giełdy nadzoruje działalność Giełdy. Do kompetencji Rady Giełdy należy m.in. uchwalanie Regulaminu Giełdy oraz wszelkich jego zmian, dopuszczanie, zawieszanie i wykluczenie z obrotu giełdowego papierów wartościowych o ile Regulamin Giełdy nie stanowi inaczej.

Zarząd Giełdy kieruje bieżącą działalnością Giełdy. Składa się z 5 osób. Pracami Zarządu kieruje Prezes wybrany na okres trzech lat przez Walne Zgromadzenie. Do zakresu działania Zarządu Giełdy należy m.in. wprowadzanie papierów wartościowych do obrotu giełdowego, zawieszenie notowania papierów wartościowych na warunkach określonych Regulaminem Giełdy.

GPW w Warszawie S.A. posiada następujące podmioty powiązane kapitałowo:

- Centralna Tabela Ofert S.A.
- Krajowy Depozyt Papierów wartościowych S.A.
- Centrum Giełdowe S.A.
- XTRADE S.A.
- Centrast S.A. Centrum Zaufania i Certyfikacji
- Fitch Polska S.A.
- EURONEXT Paris S.A.
- Deutsche Borse AG.

Największe udziały Giełda posiada w Centralnej Tabeli Ofert ( 41,54% ) oraz w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych ( 33,33% ). Spółka CeTO powstała w lutym 1996 roku. Jest instytucją odpowiedzialną za organizację i prowadzenie publicznego obrotu papierami wartościowymi na regulowanym rynku pozagiełdowym. CeTO kładzie nacisk na stworzenie rozwiązań regulacyjnych i infrastrukturalnych dla publicznego o niepublicznego rynku notowań instrumentów dłużnych. Od dnia 26 kwietnia 2002 roku CeTO prowadzi

Elektroniczny Rynek Skarbowych Papierów Wartościowych ( ERSPW ), w którym uczestniczą wiodące na polskim rynku banki.

Równolegle CeTO stale poszerza gamę oferowanych produktów, wśród których są akcje, certyfikaty inwestycyjne, obligacje skarbowe i pozaskarbowe – korporacyjne, komunalne i przychodowe – oraz inne instrumenty, jak hipoteczne listy zastawne. Z myślą o instytucjach zbiorowego inwestowania na rynku regulowanym wydzielony został segment przeznaczony wyłącznie dla inwestorów kwalifikowanych. Obecnie największymi akcjonariuszami Spółki są banki i ich podmioty zależne – kontrolujące w sumie 49,61% kapitału akcyjnego, oraz Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., posiadająca 41, 54% udziałów.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest akcjonariuszem KDPW S.A. KDPW S.A na podstawie ustawy „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi” z dnia 21 sierpnia 1997 roku z późniejszymi zmianami, organizuje, prowadzi i nadzoruje system zapewniający prowadzenie depozytu papierów wartościowych, rozliczanie transakcji zawieranych w obrocie papierami wartościowymi i realizację zobowiązań emitentów wobec właścicieli papierów wartościowych, a także wykonuje inne zadania w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi, powierzone Krajowemu Depozytowi Papierów Wartościowych S.A. przez w/w ustawę oraz ustawy szczególne ( o funduszach inwestycyjnych z dnia 28 sierpnia 1997 roku z późniejszymi zmianami oraz o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 roku z późniejszymi zmianami ). Udział kapitałowy Giełdy w KDPW S.A. wynosi 33,33%.

Regulamin Giełdy jest uchwalany przez Radę Giełdy. Dotyczy to również wszystkich zmian w Regulaminie. Obecnie obowiązujący Regulamin GPW uchwalony został uchwałą nr 17/777/2000 Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 5 kwietnia 2000 roku z późniejszymi zmianami.

Szczegółowe zasady obrotu giełdowego uchwalane są przez Zarząd Giełdy w Warszawie. Wszystkie zmiany w treści również uchwalane są przez Zarząd.

Inwestorzy zagraniczni podlegają generalnie tym samym przepisom co inwestorzy krajowi. Obowiązek podatkowy osób zagranicznych, które uzyskują dochód w Polsce uregulowany jest międzyrządowymi umowami o unikaniu podwójnego opodatkowania oraz umowami o wzajemnym traktowaniu ( reciprocity agreements ). Umowy takie obowiązują z większością krajów europejskich oraz z wieloma pozaeuropejskimi krajami świata.

W Polsce obowiązuje zasada swobodnego dostępu do rynku kapitałowego oraz wywozu zysków i zainwestowanego kapitału bez żadnych dodatkowych zezwoleń, po opłaceniu zależnych podatków.

Od listopada 2000 roku notowania na GPW prowadzone są w nowym systemie transakcyjnym WARSET. Podobne systemy wykorzystywane są m.in. w Paryżu, Brukseli, Amsterdamie, Chicago oraz Singapurze. WARSET zapewnia pełną automatyzację przekazywania zleceń, zawierania transakcji, sprawny dostęp uczestników rynku do systemu obrotu papierami wartościowymi oraz szerokie możliwości korzystania z informacji o sytuacji na rynku. Ponadto WARSET umożliwia inwestorom szersze wykorzystanie możliwości przesyłania zleceń przez internet – systemy biur maklerskich są na tyle zintegrowane z systemem giełdowym, że udział biur sprowadza się tylko do weryfikacji poprawności złożonych zleceń przez inwestorów.

W każdym systemie notowań WARSET – u jednostką transakcyjną jest jeden instrument finansowy. Cechą charakterystyczną systemu WARSET jest publikowanie w fazie przed otwarciem ( zamknięciem i w fazie równoważenia ) tzw. Teoretycznego Kursu Otwarcia – TKO. Jest to wyliczona na dany moment cena papieru wartościowego.

W czasie notowań ciągłych kupujący i sprzedający składają zlecenia, które po przekazaniu na giełdę są realizowane na bieżąco, pod warunkiem zgodności cen, lub trafiają do arkusza zleceń i oczekują ofert przeciwnych o odpowiedniej cenie, umożliwiających zawarcie transakcji. Przy realizacji zleceń obowiązują dwa priorytety: cena i czas złożenia zlecenia. Oznacza to, że w przypadku gdy oczekują na realizację dwa zlecenia w identycznej cenie, jako pierwsze realizowane jest to, które zostało przekazane na giełdę wcześniej.

W ramach notowań ciągłych stosowana jest jednak również procedura fixingu. Standardowo odbywa się ona na rozpoczęcie i zakończenie sesji. Notowania ciągłe rozpoczynają się ogłoszeniem kursu otwarcia, zaś kończą się ogłoszeniem kursu zamknięcia, po którym następuje 10 – minutowa dogrywka. Z chwilą ogłoszenia kursu otwarcia staje się on ceną, po której zostają zawarte transakcje giełdowe na otwarciu. Analogicznie jest w przypadku kursu zamknięcia – na podstawie zleceń złożonych w fazie przed zamknięciem określa się kurs zamknięcia, po którym zawierane są transakcje na zamknięcie sesji giełdowej.

Notowania w systemie kursu jednolitego opierają się na procedurze tzw. fixingu, czyli wyznaczenia ceny papieru wartościowego na podstawie zleceń złożonych przed rozpoczęciem notowań.

Zlecenia są realizowane przy zachowaniu priorytetu ceny i czasu przyjęcia lub uaktywnienia oraz zasady minimalizacji liczby transakcji.

Transakcje pakietowe to transakcje zawierane poza systemem notowań ciągłych oraz kursu jednolitego. Przedmiotem transakcji mogą być znaczące pakiety każdego z papierów wartościowych ( oprócz kontraktów terminowych ). Najczęściej są zawierane przez dużych inwestorów, którzy przez ich zawarcie uzgodnili ich szczegóły – cenę, ilość, termin rozliczenia. Regulamin Giełdy precyzuje warunki zawarcia transakcji pakietowej, określając minimalną wartość pakietu i maksymalną różnicę między ceną w transakcji pakietowej a kursem danego papieru na sesji giełdowej. Transakcje mogą być zawierane w trakcie i poza godzinami sesji.

Wracając do systemu giełdowego WARSET trzeba wspomnieć, że daje on możliwość korzystania z wielu różnego rodzaju zleceń pozwalających na stosowanie różnorodnych strategii inwestycyjnych dostosowanych do celów i potrzeb inwestora w konkretnych sytuacjach. Składając różne zlecenia inwestor może położyć nacisk na różne aspekty realizacji transakcji. Składając zlecenie inwestor musi określić:

- rodzaj oferty ( kupno lub sprzedaż )
- limit ceny lub rodzaj zlecenia bez limitu ceny
- termin ważności zlecenia
- nazwę papieru wartościowego/ instrumentu finansowego, który chce kupić/ sprzedać
- liczbę papierów wartościowych
- dodatkowe warunki wykonania zlecenia

W zleceniach z limitem ceny inwestor precyzyjnie określa cenę po jakiej chce kupić lub sprzedać dany papier wartościowy. W przypadku kupna jest to cena, powyżej której składający zlecenie nie godzi się na realizację zlecenia, zaś dla zleceń sprzedaży jest to cena, poniżej której inwestor nie jest skłonny pozbyć się papierów.

W zleceniach bez limitu ceny wyróżnić można następujące zlecenia:

- Zlecenia PCR – Po Cenie Rynkowej
- Zlecenia PCRO – Po Cenie Rynkowej na Otwarcie
- Zlecenia PKC – Po Każdej Cenie

Dla zapewnienia optymalnych warunków przetwarzania zleceń i transakcji każdy papier wartościowy notowany w systemie WARSET przypisany jest do jednej właściwej dla tego papieru „grupy notowań”. To właśnie na poziomie grupy notowań określone są tak ważne parametry związane z obrotem giełdowym jak kroki notowań, cykl rozliczeniowy, czy też zasady dystrybucji informacji. Do grupy przypisany jest także harmonogram sesji, czyli

wzajemne następstwo faz notowań papierów wartościowych. Dla zapewnienia wysokiej efektywności przetwarzania danych konieczne jest zastosowanie odpowiednich rozwiązań technologicznych. W odniesieniu do grup notowań zastosowano więc rozwiązanie polegające na równoczesnej obsłudze poszczególnych grup przez kilka niezależnych serwerów, przy czym każda grupa może być obsługiwana wyłącznie przez jeden serwer.

Szanse i możliwości rozwoju Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. powinna upatrywać w przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej, co bez wątpienia poszerzy zasięg transakcji zawieranych na GPW. Wszelkie zmiany strukturalne przeprowadzone przez rząd Tadeusza mazowieckiego, a także przyjęcie GPW do różnych organizacji o zasięgu międzynarodowym świadczy jednoznacznie o tym, iż GPW w Warszawie spełnia surowe wymogi tych organizacji, a w szczególności wymogi Unii Europejskiej. Warto podkreślić, że w latach 90 – tych polski rynek kapitałowy dopiero powstawał, kiedy w innych krajach był już w pełni ukształtowany. Z pomocą zagranicy udało nam się „podnieść” po ciężkich latach wojny by teraz stać się równorzędnym partnerem rynków zagranicznych.