

Urszula Banaszczak-Soroka
Uniwersytet Wrocławski

Zorganizowany rynek kapitałowy elementem systemu finansowego

Wstęp

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie organizuje obrót instrumentami finansowymi od 15 lat. W tym czasie struktura prawna rynku kapitałowego nadzorowanego przez Komisję Nadzoru Finansowego zmieniała się wielokrotnie. Ostatnie zmiany zawarte w trzech ustawach¹ regulujących obszar rynku kapitałowego implementują m.in. obowiązujące w całej Unii Europejskiej rozwiązania dotyczące definiowania rynków oraz procedur ubiegania o notowanie na tych rynkach instrumentów finansowych. W świetle tych zmian warto na nowo wskazać usytuowanie, organizację oraz rolę rynku kapitałowego w strukturze systemu finansowego².

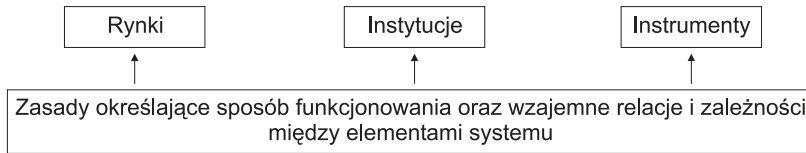
Rynki finansowe

Niezależnie od miejsca zajmowanego w gospodarce przez osoby fizyczne podmioty gospodarcze, gospodarstwa domowe, jednostki samorządu terytorialnego lub państwo zawsze reprezentują ten sam sposób zachowania na rynku finansowym. Albo zgłaszają popyt na środki finansowe umożliwiające podtrzymanie

¹ Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi (dalej: Ustawa o obrocie) z dnia 29 lipca 2005 (Dz.U. Nr 183, poz. 1538), Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dalej: Ustawa o ofercie) (Dz.U. Nr 184, poz. 1539) oraz Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (dalej: Ustawa o nadzorze) (Dz.U. Nr 183, poz. 1537).

² W ramach systemu finansowego literatura przedmiotu wyróżnia trzy podsystemy: ubezpieczeniowo-emerytalny, bankowy oraz obrotu papierami wartościowymi. Podmioty organizujące podsystem ubezpieczeniowo-emerytalny, w kontekście rynku nadzorowanego przez KPWiG, możemy zaliczyć do uczestników (emitentów lub inwestorów) tego rynku; W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2005, s. 13–21.

płynności lub warunkujące dalszy rozwój, albo posiadają czasowo wolne środki i są gotowe je udostępnić na krótszy lub dłuższy okres. W pierwszym przypadku z pozyskaniem środków finansowych będą związane określone, może nawet wysokie koszty, w drugim zaś inwestorzy liczą na osiągnięcie przyszłych, często niepewnych korzyści. Z tego punktu widzenia, współtworzenia i przepływu siły nabywczej między różnymi podmiotami gospodarującymi każdy uczestnik jest częścią systemu finansowego, w którego skład wchodzi specyficzne dla każdego podsystemu elementy (rys. 1).



Rys. 1. Elementy systemu finansowego

Źródło: Opracowanie własne.

Rynki finansowe istnieją zawsze tam, gdzie dokonuje się zawarcie transakcji, kupna lub sprzedaży, specyficznego towaru, jakim jest instrument finansowy. W wyniku tej czynności zmieniają się uczestnicy kontraktu, wchodząc we wzajemnie rozbudowane, choć często nieuświadomiane zależności³.

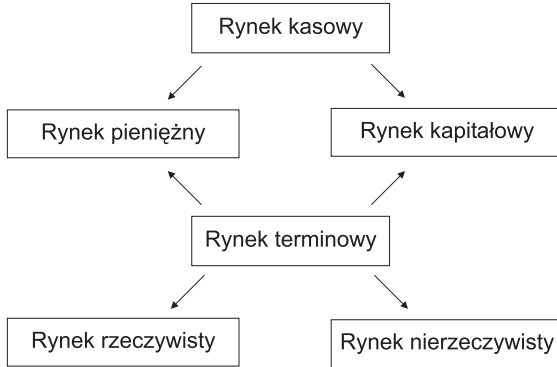
Kryteriów klasyfikacji pozwalających wyodrębnić poszczególne segmenty rynku finansowego jest wiele⁴. Na potrzeby niniejszej publikacji wybrano kilka. Jednym z nich jest przedział czasowy między momentem zawarcia umowy a momentem dostawy i zapłaty za dostarczany instrument finansowy. Mamy zatem **rynek kasowy**, na którym dostawa i zapłata za towar (instrument finansowy) jest dokonywana w tym samym czasie w momencie zawarcia umowy, oraz **rynek terminowy** (instrumentów pochodnych), na którym między umową kupna/sprzedaży a dostawą i zapłatą występuje różnica w czasie. Zobowiązanie powstaje w chwili zawarcia transakcji, a zapłata i dostawa następuje w przyszłości (rys. 2).

W ramach rynku kasowego można wyróżnić **rynek pieniężny** i **rynek kapitałowy**. Ten ostatni podział nie ma ostrego charakteru wyraźnie oddzielającego jeden segment od drugiego. Najbardziej klasyczny podział uwzględnia dwa zasadnicze kryteria, które umożliwiają nam w sposób uproszczony opisanie rynku pieniężnego oraz rynku kapitałowego. Te kryteria to:

³ J. Jakubczyc, *Zarządzanie finansami (odpowiedzialność finansowa)*, Wyd. Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 1999, s. 27; K. Jajuga, K. Kuziak, P. Markowski, *Rynek kapitałowy*, Wyd. Akademii Ekonomicznej, Wrocław 1997, s. 11 i n.

⁴ W. Milo, *Finansowe rynki kapitałowe*, PWN, Warszawa 2000, s. 10–13.

- czas trwania (horyzont) wystawianego lub emitowanego instrumentu finansowego;
- cel, jaki ma być zrealizowany przez wykorzystanie zawartości instrumentu finansowego.



Rys. 2. Podział rynku finansowego

Źródło: Opracowanie własne.

Rynek pieniężny jest najstarszym rynkiem finansowym. Jest to segment rynku, na którym występują instrumenty o terminie realizacji praw, liczonym od dnia wystawienia albo nabycia, nie dłuższym niż rok. Instrumenty te opiewają wyłącznie na wierzytelności pieniężne, np. bony skarbowe, certyfikaty depozytowe, bony komercyjne i inne. Podstawowym celem dla strony popytowej jest uzupełnienie niedoboru, pozyskanie krótkoterminowego kapitału w celu podtrzymania lub poprawienia płynności podmiotu. Dla strony podażowej udostępniającej środki finansowe to inwestycja umożliwiająca upłynnienie chwilowo wolnych nadwyżek. Kosztem dla podmiotu a zyskiem dla inwestora jest cena wyrażona za pomocą stopy procentowej w odniesieniu do pieniądza krajowego oraz dodatkowo kurs walut (wymiany) dla pieniądza zagranicznego. Po upływie terminu, na jakie strony się umówiły co do korzystania z instrumentu finansowego, przestaje on istnieć. Rynek pieniężny jest organizowany w zasadniczej części przez banki.

Rynek kapitałowy sięga swoimi korzeniami do XVII w. Jest to segment rynku, na którym są wystawiane lub emitowane instrumenty o charakterze wierzytel-skim i majątkowym o horyzoncie czasowym powyżej jednego roku, np. akcje, obligacje, certyfikaty inwestycyjne i inne. Zasilenie krótkoterminowe podmiotu w środki finansowe poprawia jego płynność, działa jednak stosunkowo krótko. Podstawą kreowania rozwoju są inwestycje rozszerzające możliwości działania. Niezbędne jest pozyskiwanie środków finansowych, których zwrot rozłożony będzie na wiele, a nawet bardzo wiele lat. Z punktu widzenia inwestora udostępnienie środków powinno przynieść wiele korzyści nie tylko w formie oprocentowania,

Tabela 1. Podstawowe funkcje rynków

Podstawowe funkcje rynku	
kasowego	terminowego
– mobilność i mobilizacja kapitału jest to zdolność podmiotów i osób fizycznych do powstrzymania się od bieżącej konsumpcji na rzecz osiągnięcia w przyszłości pożądanego efektu finansowego	– zabezpieczenie związane z umiejętnością identyfikowania zdarzeń, które w istotny sposób naruszają stabilną sytuację podmiotu oraz dobor narzędzi neutralizujących ich złe skutki
– alokacja kapitału określa kierunki którymi płyną strumienie kapitału	– arbitraż – łączenie transakcji wynikających z zauważalnych różnic cen tego samego produktu na różnych rynkach lub na tym samym rynku, lecz pod różnymi postaciami
– transformacja kapitału to proces kojarzenia dysponentów wolnego kapitału z podmiotami zgłaszającymi na niego zapotrzebowanie	– spekulacja – osiąganie zysków wynikających z samej zmienności cen na rynku, licząc na spadek lub wzrost kursów
– wycena wartości firmy i kapitału dokonywana jest na rynku kapitałowym, szczególnie zorganizowanym (nadzorowanym przez KPWiG), na bieżąco	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, PWN, Warszawa 2005, s. 135–147 oraz 153–161; J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, OLYMPUS, Warszawa 2001, s. 22–24.

lecz także wzrostu wartości instrumentu czy innych dochodów powstających z tytułu ich posiadania, jak np. dywidenda. Oczekiwania inwestora (większych profi-tów) wynikają ze znacznie zwiększonego ryzyka utraty udostępnionych środków finansowych w stosunku do segmentu pieniężnego. Rynek ten charakteryzuje się rozbudowaną i różnorodną infrastrukturą instytucjonalną, szerszą niż rynek pieniężny, umożliwiającą znaczne dywersyfikowanie doboru instrumentów zasilających podmioty w kapitał oraz stwarzającą inwestorom szeroką gamę możliwości co do kierunków inwestowania długoterminowego.

Rynek terminowy jest najmłodszym rynkiem rozwijającym się intensywnie od połowy XX w. Na rynku terminowym, jak już wspomniano, występuje istotna różnica między czasem zawarcie umowy a jej rozliczeniem. Zawarta umowa może przewidywać dostarczenie towaru w przyszłości (**transakcja rzeczywista**) lub przewidywać tylko rozliczenie pieniężne, bez konieczności dostarczania towaru (**transakcje nierzeczywiste**). Drugą istotną cechą rynku terminowego jest działanie tzw. dźwigni finansowej, która daje możliwość osiągania w krótkim okresie nieproporcjonalnie wysokiego zysku w stosunku do zainwestowanych środków, ale również poniesienie nieproporcjonalnych strat. Stąd na rynku terminowym strony w momencie zawierania umowy nie znają jej konsekwencji, biorąc pod uwagę, kto poniesie stratę, a kto zyska. Jest to zatem rynek wysokiego ryzyka. Dlatego instrumenty tego rynku charakteryzują się krótkim okresem życia. W mia-

rę wydłużania życia instrumentu kreowanego przez ten rynek rośnie ryzyko i maleje celność prognozy. Instrumenty te stanowią pewnego rodzaju obietnicę opartą na wcześniejszych obietnicach i noszą nazwę instrumentów pochodnych lub derywatów (od łacińskiego *derivatio* – wywieść, wyprowadzić). Pochodne nie są instrumentami samoistnymi, jak instrumenty rynku kasowego. Podstawą ich konstrukcji jest inny instrument lub cecha zarówno z rynku pieniężnego (cena, oprocentowanie, kurs walutowy), jak i kapitałowego (akcja, obligacja, indeks giełdowy), a nawet inny instrument pochodny. U podstaw konstrukcji instrumentów pochodnych znajduje się zawsze określona liczba co do rozmiarów i cech wchodzących w jego skład instrumentów. Inaczej można powiedzieć, że jest to proporcja instrumentu bazowego zawarta w instrumencie pochodnym, zwana kontraktem.

Każdy z tych rynków ma do spełnienia liczne funkcje⁵ (tab. 1).

Obszary rynku kapitałowego

Rynek kapitałowy, przeznaczony na finansowanie i lokowanie środków w perspektywie wieloletniej, jest bardzo pojemny w odniesieniu do instrumentów, instytucji tworzących jego infrastrukturę oraz uczestników. Gdy uczestników rynku jest niewiele, możliwość samokontroli jest duża, a partnerzy transakcji dysponują dostatecznymi możliwościami, by uzyskać niezbędne informacje i chronić się przed ewentualnymi nadużyciami. Krąg inwestorów jest podmiotowi zabiegającemu o środki dość dobrze znany, a sam inwestor dysponuje zazwyczaj znaczącym portfelem i służbami potrafiącymi wycenić i ocenić emitenta. Rynek ten podlega wielowarstwowym i bardzo szerokim regulacjom prawnym, odnoszącym się do zasad emisji instrumentów finansowych, organizacji rynku i sprawowanego nadzoru, między innymi przez: Kodeks Spółek Handlowych i Kodeks Cywilny, Ustawę o obligacjach i Ustawę o listach zastawnych i bankach hipotecznych, Prawo bankowe oraz wiele innych aktów prawnych o charakterze szczegółowym.

Gdy na rynku mamy setki emitentów i wiele setek tysięcy inwestorów, a transakcje są zawierane masowo, temat organizacji rynku i jego bezpieczeństwa jest kwestią zasadniczą. Wypełnianie niezbędnych obowiązków prawnych przez emitentów i dostarczanie wiarygodnych informacji o ich działalności i wynikach, a także rzetelne oraz przejrzyste funkcjonowanie instytucji daje inwestorom gwarancje bezpieczeństwa. Bo przecież to inwestorzy, często dysponujący niewielkimi kwotami, wspierają finansowo podmioty gromadzące kapitał na rozwój. Stąd rynek ten powinien charakteryzować się kilkoma istotnymi cechami:

⁵ M. Tarczyński, M. Mojsiewicz, *Zarządzanie ryzykiem. Podstawowe zagadnienia*, PWE, Warszawa 2001; W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2005, s. 352–362; A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, PWN, Warszawa 2005.

rzetelnością – świadomością, że konsekwencją za nieprawidłowe, sprzeczne z zasadami zachowanie na rynku oceniane przez organ nadzoru jest możliwość ukarania podmiotu lub konkretnych osób z zastosowaniem kary pieniężnej, odebraniem licencji, wykluczeniem z rynku czy nawet pozbawieniem wolności;

efektywnością – sprawnością obsłużenia emitentów i inwestorów przez dobrą, odpowiedzialną i prawidłową organizację wszystkich instytucji rynku kapitałowego zgodnie z wyznaczonymi na rynku zadaniami, a także sposobem konstruowania informacji oraz jej ilość i jakość niezbędna do podejmowania decyzji inwestycyjnej;

przejrzystością – wszystkie czynności dokonywane na rynku, począwszy od decyzji dotyczącej skorzystania z tej ścieżki zdobywania kapitału przez sposób składania, realizacji i rozliczania zleceń, dostępu do informacji o emitencie do zachowań inwestora na rynku, muszą być jednakowe, jasno określone i zrozumiałe dla wszystkich uczestników rynku;

płynnością – możliwość szybkiej realizacji przez inwestora decyzji odnoszących się do sprzedaży lub zakupu walorów zależna od podaży zarówno ze względu na liczbę emitentów, jak i instrumentów notowanych na rynku;

integralnością – prawidłowe ustawienie relacji, powiązań formalnych i nieformalnych, organizacyjnych i technicznych między instytucjami charakterystycznymi dla tego rynku⁶.

Szczególne role w zapewnieniu bezpieczeństwa rynku masowego przypada Komisji Nadzoru Finansowego. Zakres jej zadań licencjonowania podmiotów, kontroli i nadzoru wskazano w Ustawie o nadzorze. Ustawa ta wyznacza również obszar rynku kapitałowego podlegającego nadzorowi Komisji. Jeżeli do papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych będą zastosowane Ustawa o ofercie oraz Ustawa o obrocie, to wtedy wszystkie podmioty wchodzą w przestrzeń rynku kapitałowego związanego z oddziaływaniem Komisji⁷.

Rynek pierwotny i wtórny

Konsekwencją wyboru poruszania się w obszarze rynku kapitałowego nadzorowanego przez Komisję jest zaakceptowanie przez uczestników tego rynku, tj.:

– **emitentów** (spółki akcyjne, jednostki samorządu terytorialnego, zamknięte fundusze inwestycyjne, banki hipoteczne i inne podmioty) emitujących papiery wartościowe we własnym imieniu (akcje, obligacje, certyfikaty inwestycyjne, listy zastawne i inne);

⁶ J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, OLYMPUS, Warszawa 2001, s. 20–21.

⁷ Do tego fragmentu rynku kapitałowego zalicza się także rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje zbiorowego inwestowania w zakresie, w jakim do usług tych i podmiotów stosuje się przepisy Ustawy z dnia 27 maja 2004 o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.).

– **wprowadzających** (osoby fizyczne, spółki akcyjne, banki i inne podmioty) będących właścicielami papierów wartościowych, lub

– **inne podmioty** wystawiające instrumenty finansowe inne niż papiery wartościowe,

zasad i warunków na nim obowiązujących, przynależnych temu rynkowi, a zawartych w trzech wymienionych ustawach.

Rynek kapitałowy jest otwarty dla wielu podmiotów emitujących papiery wartościowe, działających w różnych formach organizacyjnych. Emitentem może być każdy podmiot szukający kapitału na realizację przedsięwzięć inwestycyjnych, uprawniony na podstawie właściwych aktów prawnych do emisji papierów wartościowych, np.: spółka akcyjna, jednostka samorządu terytorialnego, Skarb Państwa i inne. Wolnymi środkami finansowymi dysponują inwestorzy. Ich decyzja, miej lub bardziej świadoma, inwestowania właśnie w ten papier wartościowy uwalnia strumienie środków pieniężnych. Napływający z rozlicznych źródeł, od osób fizycznych czy prawnych, polskich czy zagranicznych, wąskimi lub szerokimi strumieniami, pieniądź staje się źródłem finansowania inwestycji. Procedura nabywania papierów wartościowych od emitentów będzie związana z ich **subskrybowaniem** (zapisywaniem się na papiery wartościowe). Ten przepływ pieniądza od inwestora, który ocenił, że inwestycja w papiery wartościowe jest korzystna i przyniesie profity, do emitenta powodujący jego zasilenie w kapitał następuje na **rynku pierwotnym**.

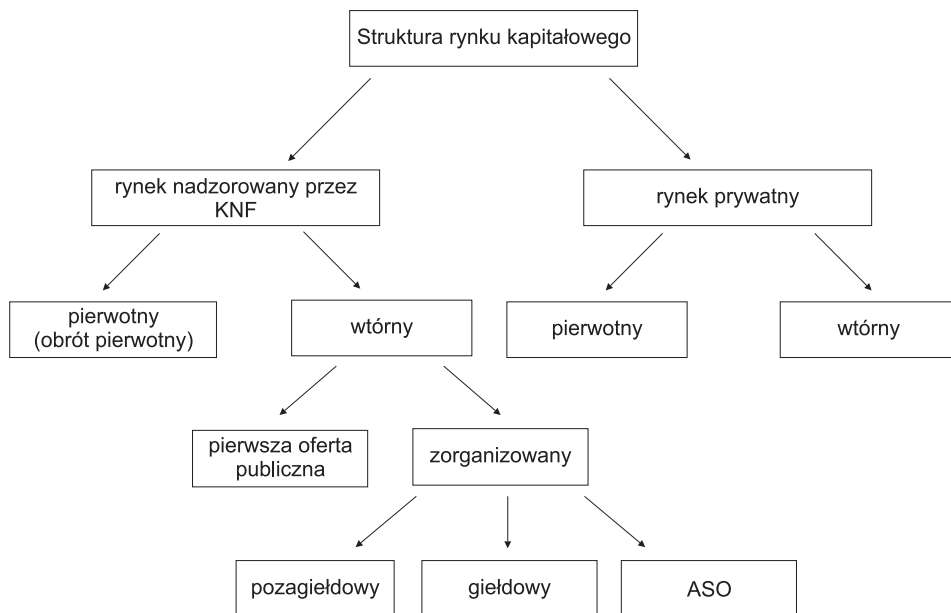
Kryteriami pozwalającym zakwalifikować rynek pierwotny do obszaru rynku kapitałowego, nadzorowanego przez KNF, są zasady i warunki, na jakich nastąpi przepływ środków pomiędzy inwestorem a emitentem, zawarte w definicji publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych, wskazane w Ustawie o ofercie.

Publicznym proponowaniem nabycia papierów wartościowych jest proponowanie nabycia papierów wartościowych w dowolnej formie i w dowolny sposób, jeżeli propozycja skierowana jest co najmniej do 100 inwestorów lub nieoznaczonego adresata⁸.

Jeżeli oferta jest skierowana do mniej niż 100 oznaczonych adresatów (inwestorów) w formie (procedurze) wynikającej ze szczególnych aktów prawnych, odnoszących się do konkretnych papierów wartościowych (Kodeks Spółek Handlowych w odniesieniu do akcji, Ustawa o obligacjach w odniesieniu do obligacji i inne), to znajdujemy się poza strefą nadzorowaną przez Komisję, tj. na **rynku kapitałowym prywatnym** (rys. 3).

Skoro emitent poddaje się publicznemu proponowaniu nabycia papierów wartościowych, jedyną ścieżką, na jakiej może tego dokonać, jest przeprowadzenie oferty publicznej, tj. udostępnienie na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w do-

⁸ Art. 3 ust. 1 Ustawy o ofercie...



Rys. 3. Struktura rynku kapitałowego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Ustawy o obrocie.

wolny sposób informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych⁹.

Dokonywanie oferty publicznej na rynku pierwotnym przez emitenta lub subemitenta usługowego, której przedmiotem są papiery wartościowe nowej emisji, lub nabywanie papierów wartościowych w wyniku takiej oferty jest definiowane jako **obrot pierwotny**.

Ofertę publiczną może także przeprowadzić wprowadzający (oferta wprowadzającego), w trakcie której nastąpi **sprzedaż papierów wartościowych**, a dokładniej zapisywanie na sprzedaż będących własnością wprowadzającego. Może to być osoba fizyczna lub nawet kilkaset osób, osoba prawna czy Skarb Państwa, które powzięły decyzję zmiany dotychczasowej struktury własności papierów wartościowych. W wyniku aktu sprzedaży środki finansowe wpływają do sprzedających. Sprzedaż taką zaliczymy do **rynku wtórnego**, ponieważ w takim przypadku nie następuje zasilenie emitenta w dodatkowy kapitał. W wyniku tej transakcji dokonuje się jedynie zmiana starych właścicieli na nowych, którzy nabywają papiery wartościowe. Ten akt dokonywania po raz pierwszy oferty publicznej przez wprowadzającego lub subemitenta usługowego, której przedmiotem jest sprzedaż papierów, jest definiowany jako **pierwsza oferta publiczna** (IPO – *initial public offer*). Najczęściej z tej procedury korzysta Skarb Państwa wobec spółek, których

⁹ Art. 3 ust. 3 Ustawy o obrocie.

jest właścicielem. Środki pozyskane na rynku zasilają budżet państwa, a spółka zyskuje wycenę rynkową i możliwość przeprowadzania kolejnych emisji w przyszłości.

Czynności faktyczne i prawne od podjęcia decyzji przez emitenta lub wprowadzającego dokonania ofert publicznej aż do jej finału notowania papierów wartościowych są czasochłonne, pracochłonne i niepozbawione ryzyka. Decydującym aspektem całego procesu pozyskania kapitału przez emitenta czy środków finansowych przez wprowadzającego jest utrafienie w taki moment sytuacji na rynku, w którym swój plan zrealizują w najszerszym zakresie. Dla emitenta istotne jest, aby emisja papierów wartościowych doszła do skutku (wszystkie papiery wartościowe były subskrybowane), dla wprowadzającego, aby wszystkie papiery wartościowe były sprzedane. Dla obu niebagatelny jest napływ od inwestorów środków finansowych w możliwie maksymalnej wysokości. Fundamentalnego znaczenia nabiera w tej sytuacji problem zabezpieczenia realizacji celów. Formą zabezpieczenia jest zawarcie umowy z **subemitentem**. Powinna ona być zawarta przed rozpoczęciem subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych z **subemitentem usługowym**, tj. podmiotem, który zobowiązuje się do nabycia na własny rachunek całości lub części papierów wartościowych, oferowanych wyłącznie temu podmiotowi, w celu dalszego ich zbywania w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej¹⁰. W takiej sytuacji emitent lub wprowadzający otrzymuje szybko środki finansowe, a całą ofertę publiczną przeprowadzi swoisty inwestor, jakim jest subemitent usługowy.

Tabela 2. Podmioty uprawnione do pełnienia funkcji subemitentów

Podmioty uprawnione do pełnienia funkcji subemitenta	
inwestycyjnego	usługowego
<ul style="list-style-type: none"> – firma inwestycyjna – fundusz inwestycyjny – otwarty fundusz emerytalny – bank – zakład ubezpieczeń – polska lub zagraniczna instytucja finansowa mająca siedzibę w państwie należącym do OECD lub w państwie członkowskim albo konsorcjum tych podmiotów 	<ul style="list-style-type: none"> – bank – firma inwestycyjna – zagraniczna firma inwestycyjna – lub konsorcjum tych podmiotów

Źródło: art. 14 ust. 3 i 6 Ustawy o obrocie.

Emitent lub wprowadzający może zawrzeć także umowę o **submisję inwestycyjną**. W tej sytuacji emitent przeprowadza ofertę pierwotną, a wprowadzający pierwszą ofertę publiczną samodzielnie, natomiast subemitent inwestycyjny zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek całości lub części papierów wartościowych, na które nie złożono zapisów w terminach ich przyjmowania¹¹. Umowa

¹⁰ Art. 4 ust. 13 Ustawy o ofercie.

¹¹ Art. 4 ust. 12 Ustawy o ofercie.

z subemitentem inwestycyjnym może być zawarta w dowolnym momencie, także w trakcie trwania subskrypcji czy sprzedaży papierów wartościowych.

W obu scenariuszach emitent i wprowadzający muszą uwzględnić nie tylko zalety wybranego zabezpieczenia. Ma ono i wady. Trzeba ponieść dodatkowe koszty: prowizję za świadczenie tego typu usługi, opłatę za gotowość świadczenia tego typu usługi czy mniejszy zastrzyk finansowy od możliwego w przypadku trafienia z ofertą w czas hossy.

Grupa podmiotów, które mogą pełnić rolę subemitenta usługowego lub inwestycyjnego, jest kręgiem zamkniętym. Są to: instytucje szczególnego zaufania publicznego, instytucje licencjonowane, instytucje podlegające odpowiedniemu nadzorowi sprawowanemu przez wskazane w państwach Unii podmioty (nadzór nad bankami, firmami inwestycyjnymi czy funduszami emerytalnymi) (tab. 2).

Rynek wtórny jest istotnym i nieodzownym uzupełnieniem rynku pierwotnego. Stronami transakcji na tym rynku są z jednej strony inwestorzy, którzy nabyli papiery wartościowe na rynku pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej i są zainteresowane wyjściem z inwestycji, z drugiej zaś potencjalni inwestorzy, którzy zdecydowali się wejść w obszar rynku kapitałowego, wybierając go jako miejsce lokowania wolnych środków finansowych. Rynek ten mobilizuje kapitał, decyduje o kierunkach alokacji i transformacji kapitału oraz wycenia na bieżąco papiery wartościowe.

Rynek zorganizowany

W przepisach prawa Unii Europejskiej, a tym samym i w Polsce, zniesiono istniejący do tej pory przymus rynku regulowanego, czyli obowiązek zawierania transakcji na konkretnych wyznaczonych rynkach, najczęściej na rynku giełdowym lub/i pozagiełdowym, pozostawiając jedynie wąski margines na zawieranie jednostkowych transakcji poza nim. Pod rządami starych przepisów w ramach infrastruktury rynku wyraźnie oddzielano podmioty organizujące obrót oraz podmioty świadczące usługi maklerskie. Nowe regulacje współbrzmiające z Dyrektywą 2004/39/WE z dnia 21 kwietnia 2004 roku o rynkach instrumentów finansowych (w skrócie Dyrektywa MIFID) sankcjonują aż cztery niezależnie od siebie formy obrotu instrumentami finansowymi na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dokonywane na **rynku zorganizowanym**, w którego ramach wydzielono:

- obrót na rynku regulowanym giełdowym,
- obrót na rynku regulowanym pozagiełdowym,
- obrót dokonywany za pośrednictwem alternatywnych systemów obrotu (ASO),
- transakcje bezpośrednie (firma inwestycyjna – klient)¹².

¹² Alternatywny system obrotu (ASO) – *alternative trading systems* (ATS) to pojęcie przyjęte z literatury anglojęzycznej i oznacza inne niż organizowane przez giełdy platformy obrotu. Poza

Rynek regulowany jest to działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi Komisji Papierów Wartościowych i Giełd¹³.

Cechą rynku regulowanego jest fakt, że organizatorami obrotu mogą być wyłącznie licencjonowane spółki akcyjne, emitujące akcje imienne organizujące **rynek giełdowy** lub **pozagiełdowy**. W Polsce są to Giełda Papierów Wartościowych SA w Warszawie organizująca rynek giełdowy oraz MTS – Centralna Tabela Ofert SA prowadząca rynek pozagiełdowy. Licencjonowanie podmiotów organizujących rynek regulowany nie jest jedynym wymogiem stawianym tym rynkom. Wśród innych kryteriów wyróżnić możemy wymogi co do osób zarządzających, co do organizacji czy co do kapitału podmiotu organizującego obrót. Szczegółowo wymogi wobec podmiotów organizujących rynek zostały wskazane, oprócz Ustawy o obrocie, w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie warunków, jakie musi spełniać rynek regulowany¹⁴. Instytucje, które z mocy prawa mogą organizować wtórny regulowany obrót instrumentami finansowymi, są zobowiązane zapewnić:

koncentrację podaży i popytu na instrumenty finansowe, będące przedmiotem obrotu na danym rynku, w celu kształtowania ich powszechnego kursu (zapewnienie takiej organizacji przebiegu notowań, aby wyznaczany kurs był ustalony zgodnie z zasadami zawartymi w regulacjach obowiązujących wszystkich inwestorów);

bezpieczny i sprawny przebieg transakcji odnoszący się zarówno do takiego przygotowania i prowadzenia sesji, aby poza zdarzeniami czysto losowymi (awaria systemu, błąd ludzki) nie został zakłócony przebieg sesji, jak i do zarządzania ryzykiem i doboru stosownych narzędzi minimalizujących występowanie sytuacji niepożądanych (dostęp do systemów informatycznych, plany awaryjne i zasady zachowania ciągłości działania, zabezpieczenie przekazywanych informacji, określenie kryteriów organizacyjnych, technicznych i osobowych dla firm inwestycyjnych występujących w roli pośrednika na rynku regulowanym);

przejrzystość obrotu – upowszechnienie jednolitych informacji o kursach i obrotach instrumentami finansowymi, które są przedmiotem obrotu na danym rynku organizowanym przez tę spółkę (informacje dotyczące zleceń, transakcji i obrotów w trakcie sesji w czasie rzeczywistym oraz niezwłocznie po jej zakończeniu z określeniem zasad, czasu i miejsca ich publicznej prezentacji).

rynkiem zorganizowanym mogą być zawierane umowy cywilno-prawne (klient – klient, firma inwestycyjna – firma inwestycyjna, firma inwestycyjna – klient).

¹³ Art. 14 Ustawy o obrocie.

¹⁴ Dz.U. Nr 207, poz. 1727.

Komisja Europejska publikuje w Dzienniku Urzędowym Wspólnoty (Official Journal of the European Union) i zamieszcza na stronie internetowej wykaz rynków regulowanych, działających w ramach państw Unii Europejskiej. Lista jest uaktualniana przynajmniej raz w roku. Rynki regulowane są wskazywane przez poszczególne państwa członkowskie. W Polsce wskazania tego rynku dokonuje Minister Finansów. KNF jest zobowiązana do przekazania tej informacji wraz z rozporządzeniem określającym warunki funkcjonowania tego rynku (i każdą jego zmianę) Komisji Europejskiej oraz innym państwom członkowskim¹⁵.

Rynek regulowany nie zawsze spełniał oczekiwania inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych co do czasu i sposobu zawierania transakcji czy dostępu do rynku. Stąd pojawiły się podmioty najpierw w Stanach Zjednoczonych, a później w Europie, które na gruncie obowiązującego prawa oferowały zawieranie transakcji poza godzinami sesji giełdowych, zawierania transakcji w formie elektronicznej czy też otwierały bezpośredni dostęp do rynku. W Europie ASO pojawiają się dopiero pod koniec lat dziewięćdziesiątych XX w. w Niemczech, gdzie powstały pierwsze tego typu platformy Instient i Citicats, a później w Wielkiej Brytanii. Brak jednolitych uregulowań prawnych powodował, że platformy te przyjmowały formę organizacyjną firmy inwestycyjnej, a nawet działały na podstawie reguł zbliżonych do zasad funkcjonowania giełd¹⁶. Również w Polsce takie rynki były organizowane przez domy maklerskie, za zgodą Komisji, sporadycznie na zamknięty okres działania, w odniesieniu do konkretnego instrumentu finansowego¹⁷.

Z punktu widzenia bezpieczeństwa rynku problem pojawienia się i działania alternatywnego systemu obrotu należało usankcjonować na gruncie prawa Unii Europejskiej. Zagadnienia te znalazły swój wyraz w Dyrektywie MIFID, w której uznano, że tego typu usługi mogą świadczyć zarówno firmy inwestycyjne, jak i podmioty organizujące rynek regulowany (giełdy czy rynki pozagiełdowe). Zapis ten zniósł monopol usankcjonowanych od lat podmiotów organizujących obrót i świadczących tego typu usługi na zasadzie wyłączności. Równoległe przełamał tradycyjne podejście do usług świadczonych przez firmy inwestycyjne w tym obszarze, tj. podmiotu pośredniczącego w zawieraniu zleceń, zaliczając do podstawowego katalogu usług inwestycyjnych organizowanie alternatywnego systemu obrotu.

Alternatywny system obrotu to organizowany przez firmę inwestycyjną lub spółkę prowadzącą rynek regulowany wielostronny system obrotu dokonywanego

¹⁵ Art. 14, 15 ust. 1 i 2, art. 17 ust. 1 pkt 1, ust. 3 oraz art. 18 ust. 1 Ustawy o obrocie.

¹⁶ E. Mazurkiewicz, M. Prucnal-Ziółkowska, *Przepisy europejskie regulujące obrót instrumentami finansowymi oraz uczestnictwo w tym obrocie – główne zagadnienia*, KPWiG, Warszawa 2005, s. 23–27.

¹⁷ Przykładem takiego rynku może być organizowany pod koniec lat dziewięćdziesiątych XX w. przez Dom Maklerski Banku Zachodniego SA obrót certyfikatami depozytowymi wyemitowanymi przez Bank Zachodni w związku z objęciem obligacji miasta Wrocławia czy obrót akcjami pracowniczymi spółek wchodzących w Narodowych Funduszach Inwestycyjnych.

poza rynkiem regulowanym, którego przedmiotem są papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego, zapewniający koncentrację podaży i popytu w sposób umożliwiający zawieranie transakcji pomiędzy uczestnikami tego systemu¹⁸.

ASO mogą organizować firmy inwestycyjne, ale również podmioty organizujące rynek regulowany. Instrument finansowy może być przedmiotem obrotu tylko na rynku organizowanym przez firmy inwestycyjne, a także mogą występować sytuacje, gdy ten sam instrument będzie notowany równocześnie na obu rynkach prowadzonych przez różne podmioty. Wówczas upowszechniania informacji dotyczących transakcji na obu rynkach może podjąć się, na zasadach ogólnie obowiązujących na rynku regulowanym, giełda lub rynek pozagiełdowy. Prowadzenie alternatywnego obrotu przez firmę inwestycyjną jest możliwe pod warunkiem przedstawienia Komisji i zatwierdzenia Regulaminu alternatywnego systemu obrotu, którego treść jest wskazana w Ustawie o obrocie. Prowadzenie przez giełdę lub rynek pozagiełdowy ASO jest organizowane na podstawie przepisów wewnętrznych tych podmiotów.

Warunki przeprowadzania oferty publicznej lub ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym

Emitent przeprowadza ofertę pierwotną, pozyskując środki finansowe na realizację zadań inwestycyjnych. Staje przed wyborem: albo ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, albo o wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu, albo rezygnuje z możliwości obrotu na rynku zorganizowanym. Wprowadzający (właściciele papierów wartościowych) ma do wyboru dwie możliwości. Pierwsza dotyczy oferty publicznej przeprowadzonej z zamiarem rozproszenia papierów wartościowych wśród większej grupy inwestorów. Druga pomija ofertę publiczną, ponieważ wcześniej zgromadzono środki na rozwój w drodze emisji przeprowadzanych np. dla inwestorów finansowych. Rozproszenie gwarantuje liczba inwestorów posiadających dany papier wartościowy. Celem wprowadzającego jest wykorzystanie szans, jakie daje posiadanie statusu spółki publicznej. Stąd możliwość ominięcia oferty publicznej i ubiegania się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenie do ASO.

Zarówno emitent, jak i wprowadzający zamierzający przeprowadzić ofertę publiczną papierów wartościowych lub ubiegać się o ich dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym są zobowiązani do:

- sporządzenia prospektu emisyjnego;
- złożenie wniosku do Komisji za pośrednictwem firmy inwestycyjnej,

¹⁸ Art. 3 ust. 2, art. 78 Ustawy o obrocie.

- zatwierdzenia prospektu emisyjnego przez Komisję;
- udostępnienia prospektu do publicznej wiadomości¹⁹.

Sporządzenie prospektu emisyjnego jest obligatoryjne. Prospekt emisyjny jest dokumentem prezentującym emitenta i papiery wartościowe mające być przedmiotem oferty. Dokument ten powinien zawierać rzetelne, prawdziwe i kompletne informacje, które pozwolą inwestorowi ocenić, po przeanalizowaniu całości dokumentu, z jednej strony sytuację gospodarczą, finansową oraz perspektywy rozwoju emitenta, z drugiej zaś wskażą prawa i obowiązki związane z papierem wartościowym. Wszystkie prezentowane informacje powinny być przedstawione w jasnej i zrozumiałej dla inwestora formie. Prospekt sporządzany jest w języku polskim²⁰.

Prospekt emisyjny może być sporządzony albo w formie jednolitego dokumentu, albo zestawu dokumentów obejmujących dokument rejestracyjny, dokument ofertowy i dokument podsumowujący²¹.

Biorąc pod uwagę różnorodność emitentów (co do formy organizacyjnej oraz branży, w której prowadzą działalność), papierów wartościowych oraz zasady sporządzania prospektu emisyjnego (jednoczęściowy lub składający się z trzech części), wprowadzono w całej UE minimalne wymogi informacyjne, które należy uwzględnić w prospekcie emisyjnym. W tym celu 29 kwietnia 2004 r. (z zastosowaniem od dnia 1 lipca 2005 r.) wydane zostało Rozporządzenie Komisji Wspólnot Europejskich Nr 809/2004 wykonujące Dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych, formy prospektu emisyjnego, zamieszczania informacji poprzez odwołania, publikacji prospektu emisyjnego oraz rozpowszechniania informacji o charakterze reklamowym²². Listę minimalnych wymogów (biorąc pod uwagę rodzaj emitenta i typ papieru wartościowego) nazwano **schematami**, a listę dodatkowych wymogów informacyjnych niezawartych w schematach, które należy dołączyć do jednego lub większej liczby schematów, zależnie od typu instrumentu lub transakcji, dla której sporządzany jest prospekt emisyjny, nazwano **modułami**. Podczas sporządzania prospektu emisyjnego schematy i moduły są tak łączone, aby najlepiej odzwierciedlały określony przypadek emitenta i papierów wartościowych²³.

Zatwierdzenia prospektu emisyjnego sporządzonego przez emitenta dokonuje Komisja Nadzoru Finansowego, dla którego Rzeczypospolita Polska jest państwem macierzystym. Emitent lub wprowadzający składa do Komisji, za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, wniosek. Wniosek zawiera identyfikację emitenta oraz podstawowe dane o papierach wartościowych. Do wniosku załącza się pro-

¹⁹ Art. 7 ust. 1, art. 27 ust. 1 Ustawy o ofercie.

²⁰ Art. 22 ust. 1, art. 27 ust. 2 pkt 1 Ustawy o ofercie.

²¹ Art. 21 ust. 1 Ustawy o ofercie.

²² Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 149/1 z 30.04.2004 www.europa.eu/Int/eur-lex/pl/dd/Reg/pl-register-0620225.html (15.01.2006).

²³ Art. 2 Rozporządzenia Komisji Wspólnot Europejskich Nr 809/2004.

spekt emisyjny, dokumenty dotyczące utworzenia, działalności i organizacji emitenta, uchwały podjęte przez stosowne, według organizacji emitenta, organy decyzyjne dotyczące np. emisji papierów wartościowych w drodze oferty publicznej, podwyższenie kapitału, wykluczenie dotychczasowych akcjonariuszy z prawa poboru, dematerializację papierów wartościowych i inne, wykaz informacji, w odniesieniu do których emitent lub wprowadzający wnioskuje o zwolnienie z obowiązku zamieszczenia w prospekcie emisyjnym, wraz z uzasadnieniem, oraz wykaz informacji, których przedstawienie w prospekcie emisyjnym nie jest możliwe ze wskazaniem specyfiki lub okoliczności uzasadniających ich pominięcie²⁴. Komisja dysponuje 20 dniami roboczymi, od dnia złożenia wniosku, na wydanie decyzji zatwierdzającej prospekt emisyjny. W tym czasie w ciągu 10 dni roboczych od dnia złożenia dokumentacji w przypadku uznania, że jest ona niekompletna lub niezbędne jest jej uzupełnienie, Komisja informuje wnioskodawcę o konieczności jej uzupełnienia. Gdy zaistnieje taka sytuacja, bieg terminów przyznanych Komisji na wydanie decyzji rozpoczyna się w momencie uzupełnienia dokumentów lub dostarczenia wymaganych informacji. Komisja ma prawo odmówić zatwierdzenia prospektu, jeżeli uzna, że nie odpowiada on pod względem treści lub formy wymogom określonym w przepisach prawa²⁵.

Zatwierdzenie prospektu emisyjnego w państwie macierzystym (np. w Rzeczypospolitej Polskiej) jest równoznaczne z możliwością przeprowadzenia oferty publicznej lub ubiegania się o wprowadzenie do obrotu na rynek regulowany w państwie przyjmującym (każdym państwie UE lub w państwach OECD, w tym w Polsce) tzw. zasada jednolitego paszportu, jeżeli emitent lub wprowadzający jest zainteresowany taką możliwością.

Po zatwierdzeniu prospektu emisyjnego emitent lub wprowadzający przekazuje jego ostateczną wersję do Komisji oraz **udostępnia prospekt emisyjny do publicznej wiadomości**, wybierając albo zamieszczenie co najmniej w jednej gazecie ogólnopolskiej, albo w postaci drukowanej (bezpłatnie), albo w postaci elektronicznej w sieci Internet na stronie emitenta oraz podmiotów biorących udział w subskrypcji lub sprzedaży, albo w postaci elektronicznej na stronie spółki prowadzącej rynek regulowany, na którym będą notowane papiery wartościowe.

Prawo przewiduje sytuacje, w których sporządzenie dokumentu prospektowego jest zastąpione innym dokumentem, zwanym memorandum informacyjnym, lub wręcz zniesione, stwarzając tym samym bardziej elastyczne warunki przeprowadzenia oferty publicznej lub dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Wyłączeń od obowiązku prospektowego jest wiele i trudno wymienić wszystkie. Dla przykładu wymienimy dwa: jeden obowiązujący w całej Unii Europejskiej – nie ma potrzeby sporządzania prospektu, gdy oferta jest kierowana do inwestorów kwalifikowanych (instytucje finansowe, jednostki samo-

²⁴ Art. 27 Ustawy o ofercie.

²⁵ Art. 31–33 Ustawy o ofercie.

ządu terytorialnego, a nawet małe firmy i inwestorzy indywidualni); drugi – wejście na rynek kapitałowy na podstawie memorandum informacyjnego (bez zastoso-
sowania europejskiego paszportu) na podstawie przepisów obowiązujących
w Polsce, np. w przypadku bezpłatnego wydawania akcjonariuszom akcji spółki
czy wydawanie akcji jako wypłata dywidendy²⁶.

Wybór rynku notowania papierów wartościowych

Emitent lub wprowadzający ma do wyboru kilka wariantów zaistnienia i wyko-
rzystywania rynku kapitałowego do realizacji możliwości, jakie dostarcza ten ry-
nek, począwszy od pozyskiwania kapitału w drodze oferty publicznej, przez debiut
na jednym z wybranych albo nawet na różnych rynkach, po fuzje lub przejęcia,
a nawet w dalszej perspektywie opuszczenie rynku. Wybór rynku będzie deter-
minowany wymogami stawianymi uczestnikom, a zawartymi zarówno w aktach
prawnych odnoszących się do całego rynku kapitałowego, jak i w regulacjach
wewnętrznych instytucji organizujących obrót, dla rynku regulowanego przez
giełdę i rynek pozagiełdowy, a dla ASO przez giełdę, rynek pozagiełdowy i firmy
inwestycyjne.

Warunki dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym możemy podzielić
na podstawowe oraz szczegółowe warunki odnoszące się do poszczególnych pa-
pierów wartościowych. Kryteriami podstawowymi dopuszczającymi do obrotu na
rynku regulowanym papierów wartościowych są:

- sporządzenia odpowiednich dokumentów informacyjnych, zatwierdzonych
przez właściwy organ nadzoru, chyba że sporządzenie lub zatwierdzenie dokumen-
tu informacyjnego nie jest wymagane;
- ich zbywalność jest nieograniczona;
- w stosunku do emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwi-
dacyjne;
- zdematerializowanie;
- dopuszczone do obrotu²⁷.

Przed złożeniem wniosku o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu
na rynku regulowanym muszą być one zdematerializowane (w przypadku oferty
publicznej bez ubiegania się o dopuszczenie albo o wprowadzenie na ASO dema-
terializacja nie jest bezwzględnie obowiązująca). Dematerializacja polega na za-
warciu umowy z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych. Przedmiotem
umowy jest rejestracja papierów wartościowych. Od tego momentu papiery war-
tościowe są zapisane w systemie informatycznym, co jest bezpieczne, zapewnia

²⁶ Art. 7 Ustawy o ofercie.

²⁷ § 1 pkt 2 oraz 3 pkt 1 Regulaminu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia
4 stycznia 2006 roku.

skuteczny nadzór nad zgodnością liczby papierów wartościowych będących w obrocie z wielkością emisji czy upraszcza procedury obrotu.

Dopuszczenia do obrotu papierów wartościowych na wybranym rynku giełdowym lub pozagiełdowym dokonuje, na wniosek emitenta, zarząd podmiotu organizującego rynek w terminie 14 dni od jego złożenia. Formularz wniosku oraz niezbędne dokumenty i dodatkowe informacje, jakie powinien dostarczyć emitent, określają organizatorzy obrotu. Informacja o fakcie złożenia wniosku jest podawana bezzwłocznie do wiadomości uczestników obrotu. Formą wyrażenia zgody na dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu jest uchwała zarządu. Zanim decyzja o dopuszczeniu papierów wartościowych do obrotu zostanie podjęta, zarząd bierze pod uwagę:

- sytuację finansową emitenta i jej prognozę, a zwłaszcza rentowność, płynność i zdolność do obsługi zadłużenia, a także inne czynniki mające wpływ na wyniki finansowe emitenta;
- perspektywy rozwoju emitenta, a zwłaszcza ocenę możliwości realizacji zamierzeń inwestycyjnych z uwzględnieniem źródeł ich finansowania;
- doświadczenie oraz kwalifikacje członków organów zarządzających i nadzorczych emitenta;
- warunki, na jakich emitowane były instrumenty finansowe, ich zgodność z wymogami stawianymi przez organizatora obrotu;
- bezpieczeństwo obrotu giełdowego i interes jego uczestników.

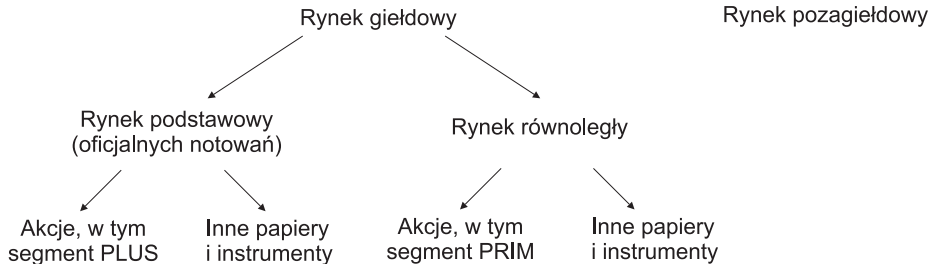
Zarząd może odmówić dopuszczenia do obrotu. W takiej sytuacji jest zobowiązany do uzasadnienia swojej decyzji oraz umożliwienia złożenia odwołania. Odwołanie od decyzji zarządu rozpatruje Rada Giełdy w terminie miesiąca od dnia jego złożenia²⁸.

Warunki szczegółowe dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym wynikają ze szczególnej roli dokonywania obrotu na tych rynkach. Są one otwarte na emitentów z całej Unii Europejskiej (zasada jednolitego paszportu). Najbardziej prestiżowym rynkiem wśród rynków regulowanych jest **rynek oficjalnych notowań**, który będzie spełniał dodatkowo, w stosunku do wymogów rynku regulowanego, kryteria dotyczące emitentów papierów wartościowych oraz papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na tym rynku. Taki rynek może wyodrębnić tylko spółka prowadząca giełdę. Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie rynek ten nazwano **rynkiem podstawowym**. W celu wskazania wymogów tego rynku Minister Finansów wydał Rozporządzenie w dniu 14 października 2005 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku²⁹.

²⁸ Do obrotu giełdowego czy pozagiełdowego z mocy prawa, bez uchwały właściwych organów giełdy czy MTS – CeTo, są dopuszczane instrumenty finansowe emitowane przez SP lub NBP. § 25 Regulaminu Giełdy, § 5–8 pkt 1; § 9–10 i 23 Regulaminu Giełdy.

²⁹ Dz.U. Nr 206 z 2005 roku, poz. 1712; art. 16 ust. 2, art. 17 ust. 1 pkt 2 Ustawy o obrocie.

Dla papierów wartościowych niespełniających warunków rynku podstawowego Giełda przygotowała **rynek równoległy**, dając tym samym szansę wykorzystania możliwości, jakie niesie rynek kapitałowy, rozszerzając krąg emitentów i papierów wartościowych notowanych na rynku giełdowym czy pozagiełdowym (rys. 4).



Rys. 4. Elementy rynku regulowanego

Źródło: www.gpw.com.pl.

Po dopuszczeniu papierów wartościowych do obrotu giełdowego, po zakończeniu subskrypcji lub sprzedaży, są one wprowadzane do obrotu na wybranym rynku na podstawie uchwały zarządu Giełdy. Szczególne obowiązki oraz w pewnym stopniu przywileje są związane z wprowadzeniem na rynek podstawowy lub równoległy akcji. Na spółkę, której akcje są już dopuszczone do obrotu giełdowego, nałożono obowiązek złożenia w terminie dwunastu miesięcy od dnia zakończenia subskrypcji lub sprzedaży wniosku o wprowadzenie akcji do obrotu na rynku podstawowym lub równoległym, a w ramach tych rynków odpowiednio w elitarnym segmencie PLUS (podawania do publicznej wiadomości w języku angielskim równoległe z polską wersją językową skonsolidowanych i jednostkowych raportów rocznych, półrocznych oraz kwartalnych, a także raportów bieżących; zorganizowania, co najmniej dwa razy w roku, otwartych spotkań z inwestorami i analitykami; podawania do publicznej wiadomości kalendarza zdarzeń korporacyjnych; publikowania raportów bieżących i okresowych na stronach internetowych emitenta; zawarcia umowy z animatorem emitenta w przypadku emitentów akcji niewchodzących w skład indeksu WIG20; przestrzegania wszystkich zasad ładu korporacyjnego zawartych w dokumencie przygotowanym przez giełdę) i PRIM (zorganizowania, co najmniej dwa razy w roku, otwartych spotkań z inwestorami i analitykami; podawanie do publicznej wiadomości kalendarza wydarzeń korporacyjnych; publikowanie raportów bieżących i okresowych na stronach internetowych emitenta, sporządzanie i podawanie do publicznej wiadomości skonsolidowanych raportów kwartalnych). Przy podejmowaniu decyzji zarząd bierze pod uwagę, oprócz wymogów formalnych, między innymi: wysokość kapitału, wielkość emisji, rozproszenie akcji oraz akceptację przez emitenta kryteriów jakościowych. Wprowadzenie kryteriów jakościowych ma na celu nakłonienie władz spółek do stosowania przyjętych przez Giełdę zasad ładu korpora-

cyjnego, regulującego wzajemne relacje między organami podmiotu (zarządem, radą nadzorczą i walnym zgromadzeniem akcjonariuszy) oraz relacje pomiędzy emitentem a otoczeniem, w tym odpowiednie standardy z zakresu komunikacji z inwestorami.

Zakończenie

Wprowadzone w życie nowe rozwiązania normatywne otwierają nowe możliwości dla emitentów czy wprowadzających papiery wartościowe na rynki regulowane, organizowane w Polsce przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie czy MTS – CeTO. Uproszczenie procedur, wybór opcji zdobywania kapitału, otwarcie rynków regulowanych całej Unii Europejskiej, w tym oczywiście Polski, dla nowych uczestników ma na celu ułatwienie dostępu do nowych strumieni kapitału. Omawiane unormowania zniosły przymus rynku regulowanego jako miejsca o szczególnych wymogach wobec uczestników na rzecz nowego rynku zwanego alternatywnym systemem obrotu. Swoboda organizacji tego rynku (nadzorowanego jednak przez KNF) została złożona na ręce firm inwestycyjnych, giełdy i rynku pozagiełdowego, otwierając tym samym obszar rynku zorganizowanego na nowych emitentów.

Bibliografia

- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, PWN, Warszawa 2005.
- Jajuga K., Kuzik K., Markowski P., *Rynek kapitałowy*, Wyd. Akademii Ekonomicznej, Wrocław 1997.
- Jakubczyc J., *Zarządzanie finansami (Odpowiedzialność finansowa)*, Wyd. Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 1999.
- Mazurkiewicz M., Prucnal-Ziółkowska M., *Przepisy europejskie regulujące obrót instrumentami finansowymi oraz uczestnictwo w tym obrocie – główne zagadnienia*, KPWiG, Warszawa 2005.
- Milo W., *Finansowe rynki kapitałowe*, PWN, Warszawa 2000.
- Socha J., *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, OLYMPUS, Warszawa 2003.
- Sopoćko A., *Rynkowe instrumenty finansowe*, PWN, Warszawa 2005.
- Tarczyński M., Mojsiewicz M., *Zarządzanie ryzykiem. Podstawowe zagadnienia*, PWE, Warszawa 2001.

Akty prawne

- Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 4 stycznia 2006.
- Regulamin obrotu Rynku Papierów Wartościowych MTS – CeTO SA z czerwca 2005 r.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. Nr 183, poz. 1538.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. Nr 184, poz. 1539.

- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, Dz.U. Nr 183, poz. 1537.
Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. Nr 146, poz. 1546.
Dyrektywa 2003/71/WE z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z ofertą publiczną lub ubieganiem się o dopuszczenie do obrotu papierów wartościowych.
Dyrektywa 2004/39/WE z dnia 21 kwietnia 2004 r. o rynkach instrumentów finansowych.
Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie warunków, jakie musi spełnić rynek regulowany, Dz.U. Nr 207, poz. 1727.
Rozporządzenie Komisji WE nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. w sprawie wykonania dyrektywy 2003/71/WE.

Regulated stock market as an element of financial system

Summary

Integration of stock markets in EU affects each market in each country. In Poland in 2005 three new acts regulating organisation of stock market were enacted. This new law was based on EU directives. One of the most important changes is abolishing compulsion on regulated market, which means obligation of closing the deal on certain stock market. In new reality there are three independent forms: circulation-regulated market (stock and non-stock), alternative system of circulation and direct transactions.

The article shows changes in location of particular parts of stock market in financial system. There are also shown consequences and influence of this situation on behavior of emitents and investors on this market.