

*Agnieszka Natasza Duraj**

POWSTANIE I ROZWÓJ POZAGIEŁDOWEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO WE FRANCJI I W POLSCE

1. WSTĘP

Zasadniczym celem opracowania jest przedstawienie wyników badań teoretyczno-empirycznych nad powstaniem i rozwojem pozagiełdowego rynku kapitałowego we Francji i w Polsce. Cel ten wydaje się ważny ze względu na potrzebę wskazań i rekomendacji warunków umacniania roli i znaczenia rynku kapitałowego w rozwoju przedsiębiorstw.

2. POJĘCIE I MIEJSCE RYNKU POZAGIEŁDOWEGO W RYNKU KAPITAŁOWYM

Zdefiniowanie pozagiełdowego rynku kapitałowego wymaga uprzedniego wskazania, iż jest on częścią publicznego rynku kapitałowego¹ i zarazem jego podmiotem prowadzącym i nadzorującym zdecentralizowany obrót papierami wartościowymi w systemie notowań ciągłych. Jest to rynek nieurzędowy o charakterze regulowanym (zob. też rys. 1), co oznacza, że nie jest tworzony i nadzorowany przez giełdę papierów wartościowych, oraz że spółka prowadząca rynek pozagiełdowy zapewnia:

- a) koncentrację podaży i popytu na papiery wartościowe, będące przedmiotem obrotu, w celu kształtowania ich powszechnego kursu;
- b) bezpieczny i sprawny przebieg transakcji;

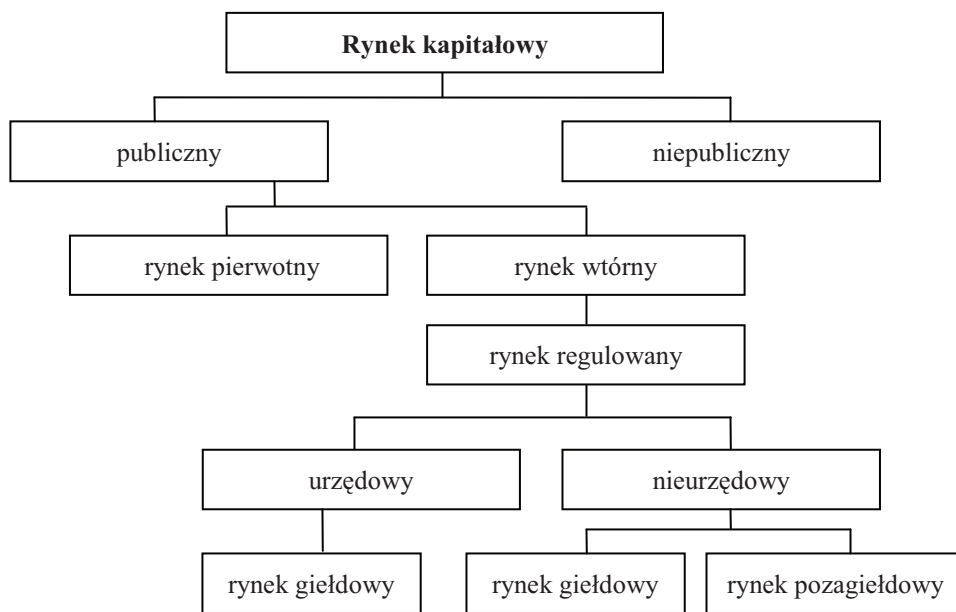
* Dr hab., prof. nadzw. UŁ w Katedrze Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa UŁ.

¹ Za publiczny obrót papierami wartościowymi uważa się proponowanie nabycia lub nabywanie emitowanych w serii papierów wartościowych przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób, przy czym propozycja ta musi być skierowana do więcej niż 300 osób lub do nieoznaczonego adresata. Natomiast z pojęciem rynku niepublicznego należy utożsamiać wszystkie działania, które prowadzą do pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa w sposób niekwalifikujący się do działań charakterystycznych dla rynku publicznego. Sytuacja ta dotyczy np. prywatnej emisji akcji.

c) upowszechnienie jednolitych informacji o kursach i obrotach papierami wartościowymi, będącymi przedmiotem obrotu na nim².

Zdecentralizowana forma obrotu papierami wartościowymi wyraża się m. in. w:

- a) braku tożsamości siedziby rynku pozagiełdowego z lokalizacją tego rynku;
- b) uzgadnianiu transakcji między sobą przez domy maklerskie;
- c) zawieraniu transakcji bezpośrednio między uprawnionym domem maklerskim a klientem.



Rys. 1. Miejsce rynku pozagiełdowego w rynku kapitałowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, DzU 1997, nr 118, poz. 754.

Należy podkreślić, że publiczny pozagiełdowy rynek kapitałowy jest rynkiem kierowanym ceną, co oznacza, że wysokość ceny decyduje o wolumenie obrotu. Na rynku tym brak jest ograniczeń wahań cen i przeto mogą one zmieniać się w czasie sesji wielokrotnie i bez administracyjnych ograniczeń. Sprzedaż i kupno papierów wartościowych odbywa się na własny rachunek i ryzyko organi-

² Rynek regulowany można określić także jako system obrotu papierami wartościowymi dopuszczonymi do publicznego obrotu, zorganizowany w taki sposób, że przy kojarzeniu ofert nabywania i zbywania tych papierów zapewniony jest powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie oraz zachowane są jednakowe warunki nabywania i zbywania tych papierów. Rynek regulowany dzieli się na: urzędowy (giełdowy) i nieurzędowy (giełdowy i pozagiełdowy).

zatorów rynku³, którzy mają obowiązek stałego wystawiania własnych ofert kupna i sprzedaży akcji oraz przeprowadzania zgodnie z nimi określonych transakcji.

Pozagiełdowy rynek kapitałowy jest częścią nieurzędowego rynku kapitałowego. Obok niego istnieje również nieurzędowy rynek giełdowy, który może być warunkowo tworzony przez spółki prowadzące giełdę. Warunkiem tym jest dokonywanie obrotu papierami wartościowymi w ramach oddzielnie zorganizowanego rynku. Nieurzędowy rynek kapitałowy jest wydzieloną częścią publicznego regulowanego rynku kapitałowego, na którym istnieje i funkcjonuje również urzędowy rynek giełdowy. Regulowany nieurzędowy rynek pozagiełdowy może być tworzony przez spółki akcyjne niebędące giełdami⁴.

Rynek pozagiełdowy określić można też jako tę część rynku kapitałowego, która jest podmiotem i miejscem pozyskania i lokowania przez przedsiębiorstwa kapitału niezbędnego dla ich funkcjonowania i rozwoju⁵.

Na pozagiełdowym rynku kapitałowym, określanym często akronimem OTC (Over the Counter) ma miejsce zawieranie umów i przeprowadzanie transakcji za pośrednictwem Internetu, telefonu i pośredników (dealerów), zamiast klasycznego handlu parkietowego. Nie ma jednego, centralnego miejsca obrotu, a jego uczestnikami są instytucje finansowe, banki, brokerzy, dealerzy i klienci indywidualni.

Rynek ten w mniejszym stopniu podlega standaryzowanym regulacjom. Działają na nim jednak podmioty licencjonowane przez odpowiednie urzędy nadzoru. Rynek jest regulowany oznacza, że on sam jest nieregulowany, natomiast jego podmioty jak najbardziej tak⁶.

3. WSTĘP DO HISTORII POZAGIEŁDOWEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO W USA I EUROPIE

Rynek pozagiełdowy powstał w Stanach Zjednoczonych ok. 1871 r., a do jego rozwoju przyczyniły się głównie rosnące potrzeby pozyskania przez spółki budowy dróg oraz spółki przemysłowe dodatkowego kapitału na rozwijanie swojej działalności w drodze pierwotnych emisji papierów wartościowych. Dla

³ Rynek pozagiełdowy może być prowadzony tylko przez spółkę akcyjną, a przedmiotem jej działalności może być wyłącznie prowadzenie rynku pozagiełdowego lub innej działalności w zakresie organizowania obrotu instrumentami finansowymi oraz działalności związanej z tym obrotem.

⁴ Sz. Paciura, *Analiza koncepcji rozwoju struktury rynków*, [w:] J. Danczewicz, M. Dzwonkowski, W. Jędrzejec, M. Karaś, D. Niszczyński, Sz. Paciura, M. Stopka, Ł. Szczerba, B. Szymański, *Pomysły na polską giełdę*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2005, s. 73.

⁵ A. N. Duraj, *Polscy publiczny rynek pozagiełdowy – jego powstanie, cechy i zasady funkcjonowania*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Omega-Praxis, Łódź 1999, s. 115.

⁶ R. Kosowski, *Alternatywą dla giełdy jest rynek forex*, „Gazeta Prawna” 7 marca 2008, nr 48, <http://egp.gazetaprawna.pl>.

funkcjonowania i rozwoju pozagiełdowego rynku kapitałowego w USA znamienne jest powstanie w 1971 r. elektronicznego systemu obrotu pozagiełdowego, określanego jako NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations). Datę tę uznaje się za załóżek giełdy komputerowej. System ten najpierw dostarczał informacji o kursach papierów wartościowych, a następnie także o wysokości ich obrotu. Po 10 latach istnienia giełda komputerowa NASDAQ stała się trzecim rynkiem na świecie po giełdzie w Nowym Jorku i Tokio⁷. Można zatem stwierdzić, iż amerykański NASDAQ jest najstarszym, najbardziej znanym i zarazem najlepiej rozwiniętym pozagiełdowym rynkiem świata. Stał on się głównym miejscem pozyskiwania kapitałów przez spółki o dużej innowacyjności oraz przedsiębiorczości.

Powstanie pozagiełdowego rynku kapitałowego w Europie datuje się na lata dziewięćdziesiąte XX w. Przykładem zaistnienia tego rynku w owym okresie może być rynek pozagiełdowy AMI (Alternative Investment Market) powstały w Wielkiej Brytanii w 1995 r. AMI grupuje małe i średnie przedsiębiorstwa z dziedziny gospodarki uznawanych za wzrostowe i przyszłościowe⁸. We Francji powstanie pozagiełdowego rynku kapitałowego (Marché Libre) należy datować na rok 1996⁹. W tym samym roku powstał także regulowany rynek pozagiełdowy w Polsce.

Regulowany rynek pozagiełdowy w Polsce jest organizowany przez spółkę MTS-Centralna Tabela Ofert CeTO SA (CeTO) w Warszawie. Jest to spółka akcyjna należąca do grupy kapitałowej GPW w Warszawie. Powstała ona z inicjatywy ponad 20 banków i domów maklerskich¹⁰.

Rynek pozagiełdowy CeTO jest ustawowo uregulowanym segmentem polskiego rynku kapitałowego¹¹. CeTO stał się rynkiem nieurzędowym pozagiełdowym od chwili wejścia w życie znowelizowanej ustawy „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi” (tj. od 16 stycznia 2001 r). Nowela ustawy wprowadziła bowiem nowy sposób podziału publicznego rynku kapitałowego, wyróżniając rynek urzędowy oraz rynek nieurzędowy giełdowy i pozagiełdowy.

Za jedną z ważnych przesłanek powstania publicznego rynku pozagiełdowego w Polsce uznać należy istnienie wysokich barier wejścia przedsiębiorstw na rynek giełdowy.

W Polsce obrót pozagiełdowy odbywa się niezależnie od obrotu giełdowego. Rynek pozagiełdowy jest przeznaczony zarówno dla papierów dłużnych, jak i dla akcji małych i średnich spółek oraz spółek niedopuszczonych do notowań na

⁷ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 147–148.

⁸ Na rynku AMI notowane są przede wszystkim spółki z sektora nowoczesnych usług. Zob. londonstockexchange/aim.

⁹ *La Vie Financière*, www.tradingsat.com.

¹⁰ Szerzej m. in. E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy*, PWE, Warszawa 2007, s. 59.

¹¹ *Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, DzU 1997, nr 118, poz. 754.

rynku giełdowym. Rynek ten przeznaczony jest bowiem głównie dla mniejszych i mniej wiarygodnych spółek, które nie spełniają kryteriów obowiązujących spółki notowane na rynku giełdowym. Na rynku pozagiełdowym, w odróżnieniu od rynku giełdowego, dopuszczalne są transakcje zawierane bezpośrednio między inwestorami, a ceny są negocjowane pomiędzy poszczególnymi brokerami.

W historii rozwoju rynku pozagiełdowego w Europie wyróżnić można także procesy łączenia się giełd. Jedną z zasadniczych przesłanek łączenia się giełd jest obniżenie kosztów działalności, a w szczególności kosztów związanych z transakcjami o charakterze transgranicznym, ze wzrostem konkurencji pomiędzy giełdami, jak również z rozwojem alternatywnych systemów obrotu, które dzięki zastosowaniu zaawansowanych technologii informatycznych, wirtualizacji miejsca obrotu i braku uregulowań giełdowych mogą konkurować z giełdami tradycyjnymi¹². Istotną rolę odgrywają tutaj także procesy globalizacji.

Rozwój światowych giełd spowodował, iż trzy giełdy, a mianowicie: giełda w Amsterdamie (AEX), w Brukseli (BXS) i giełda Paryska (SBF), w marcu 2000 r. podjęły decyzję o połączeniu się i stworzeniu pierwszej paneuropejskiej spółki o nazwie Euronext N.V.¹³ Do powstania spółki Euronext N.V. doszło 22 września 2000 r. Jej akcjonariuszami stały się trzy wcześniej wymienione giełdy¹⁴, które przyjęły następujące nazwy: Euronext-Amsterdam, Euronext-Brussels i Euronext-Paris¹⁵. Giełdy te posiadały w momencie utworzenia Euronext N.V. odpowiednio: 32, 8 i 60% wartości kapitału własnego nowej spółki. Giełda ta została utworzona według prawa duńskiego.

W czerwcu 2006 r. Euronext N.V. został przejęty przez największą giełdę świata – NYSE (New York Stock Exchange). Do porozumienia doszło między zarządami obu spółek. Koszt przejęcia Euronextu wyniósł 10 mld dolarów w gotówce oraz w akcjach. Nowo powstała spółka NYSE Euronext ma swoją siedzibę w Nowym Jorku¹⁶ i notowane są na niej spółki o łącznej kapitalizacji ok. 27 bln dolarów¹⁷.

¹² W Polsce alternatywnym systemem obrotu jest rynek NewConnect, na którym przedmiotem obrotu mogą być zdematerializowane akcje, prawa do akcji, prawa poboru, kwity depozytowe oraz inne udziałowe papiery wartościowe emitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, wprowadzone do tego obrotu (§ 1 *Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu*, tekst ujednoczony według stanu prawnego na dzień 2 grudnia 2008 r.).

¹³ A. N. Duraj, *Giełda w Warszawie – od czasów dawnych po dzień dzisiejszy*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 35.

¹⁴ Inicjatywy stworzenia Euronextu były podejmowane już w 1998 r., jednakże konkretny plan działania został ogłoszony dopiero w roku 2000.

¹⁵ W. Jędrzejec, *Analiza możliwych aliansów strategicznych warszawskiej giełdy*, [w:] J. Danciewicz i in., *op. cit.*, s. 91.

¹⁶ R. Asyngier, *Zmiany na głównych rynkach giełdowych w Europie*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2008, s. 365.

¹⁷ <http://pl.wikipedia.org>.

4. POWSTANIE I ZASADY FUNKCJONOWANIA POZAGIEŁDOWEGO RYNKU MARCHÉ LIBRE WE FRANCJI

4.1. Powstanie pozagiełdowego rynku Marché Libre

Rynek Marché Libre, utworzony został w roku 1996 w celu podjęcia wyprzedzających działań dla złagodzenia negatywnych skutków zamierzonej likwidacji rynku *hors-cote*¹⁸. Marché Libre jest rynkiem organizowanym przez Euronext-Paris SA, który umożliwia przedsiębiorstwom wejście na giełdę przy spełnieniu przez nie zminimalizowanych formalnych warunków¹⁹. Jest to rynek giełdowy nieregulowany²⁰, pozwalający zadebiutować na giełdzie małym i średnim przedsiębiorstwom²¹. Mimo iż jest rynkiem organizowanym przez Euronext-Paris SA, nie stanowi on rynku regulowanego w sensie artykułu L 441-1 *Code de Monétaire et Financier*. Oznacza to, że emitenci papierów wartościowych, starający się o notowania swoich walorów na tym rynku, nie podlegają wielu obowiązkom, jakim poddane muszą być spółki, których walory notowane są na rynku regulowanym.

Rynki nieregulowane (*marchés non réglementés*) we francuskim systemie prawnym definiowane są jako rynki instrumentów finansowych – inne niż te, które są regulowane i dla których Francja nie ma obowiązku wysyłania żadnych urzędowych powiadomień do Komisji Europejskiej²².

Kodeks walutowy i finansowy – *Code de Monétaire et Financier* (art. L 421-3 do L 421-5) – definiuje rynek regulowany (*marché réglementé*) jako rynek instrumentów finansowych cechujący się regularnym funkcjonowaniem, którego podstawy prawne – ustanowione lub zaakceptowane przez kompetentne władze – określają warunki funkcjonowania, dostępu, dopuszczenia do negocjacji oraz obowiązki ogłoszeń o transakcjach, jakie przekazywane są upoważnionym do tego władzom. Określenie powyższe, zbliżone do treści art. 13 *Directive n° 93/22/CEE sur les services d'investissement*, odnosi się do wszystkich instrumentów finansowych notowanych na tych rynkach.

Art. 47 dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych²³ upoważnia każde z państw członkowskich Unii Europejskiej do nadania

¹⁸ Rynek *hors-cote* został utworzony w roku 1962 i był przeznaczony dla wszystkich spółek akcyjnych (*sociétés par actions*), które nie spełniały wymogów notowania na giełdzie urzędowej (*cote officielle*) lub na *Second marché*. Został on zlikwidowany na mocy dekretu z 14 listopada 1997 r. (*décret n° 97-1050*) 2 lipca 1998 r.

¹⁹ *Marché Libre – Note d'Organisation*, Euronext-Paris, Paris, Juin 2001, s. 2.

²⁰ *Lexique de Finance*, www.verimmen.net.

²¹ www.edubourse.com/guide.

²² Zob. *Memento Pratique Francis Lefebvre, Comptable 2006*, Editions Francis Lefebvre, Levallois 2005, s. 743.

²³ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 30 kwietnia 2008 r., DzU 2008 L 145, s. 1.

statusu „ryнку regulowanego” tym rynkom utworzonym na jego terytorium, które spełniają wymogi określone w odpowiednich przepisach krajowych.

W myśl art. 4, ust. 1, pkt 14 dyrektywy 2004/39/WE rynek regulowany oznacza wielostronny system realizowany i/lub zarządzany przez podmiot gospodarczy, który kojarzy lub ułatwia kojarzenie wielu transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych – w systemie i zgodnie z regułami innymi niż uznaniowe – w sposób skutkujący zawarciem kontraktu dotyczącego instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na podstawie reguł i/lub systemów oraz które są uprawnione i funkcjonują w sposób systematyczny.

Artykuł 47 wspomnianej dyrektywy nakłada na każde państwo członkowskie obowiązek opracowania i aktualizowania wykazu rynków regulowanych uznawanych przez to państwo członkowskie. Wykaz ten przekazywany jest pozostałym państwom członkowskim oraz Komisji Europejskiej. Komisja Europejska na mocy art. 47 dyrektywy ma obowiązek ogłaszać corocznie w „Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej” wykaz rynków regulowanych, o których została zawiadomiona. Co więcej, jest ona także zobowiązana do publikacji wykazu rynków regulowanych na swojej stronie internetowej²⁴ oraz jego okresowego aktualizowania. Natomiast władze krajowe zobowiązane są do powiadamiania na bieżąco Komisji o wszelkich uzupełnieniach lub skreśleniach dokonywanych w wykazie rynków regulowanych, dla których ich państwo jest rodzimym państwem członkowskim.

W przypadku rynku kapitałowego we Francji można mówić o trzech rynkach regulowanych, zarządzanych przez Euronext-Paris SA:

– Eurolist, który grupuje na *marché unique* dawną Bourse de Paris (złożoną z Premier marché²⁵ i Second marché²⁶ oraz rynku EDR (European Depositary Receipts)) i Nouveau marché²⁷, który tworzy „cote officielle”²⁸;

– MONEP (Marché des Options Négociables de Paris) – utworzony w roku 1987. Na rynku tym notowane są kontrakty terminowe i opcje na akcje oraz kontrakty terminowe i opcje na indeksy rynku kapitałowego;

²⁴ http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm.

²⁵ Na Premier marché notowane są akcje największych spółek francuskich, jak również spółek zagranicznych.

²⁶ Second marché został utworzony w 1983 r. Skupia on głównie małe i średnie przedsiębiorstwa – PME (petites et moyennes entreprises), które potrzebują nowych źródeł finansowania. Warunki wejścia na ten rynek są stosunkowo elastyczne.

²⁷ Nouveau marché powstał w marcu 1996 r. Jest rynkiem adresowanym dla spółek wszystkich narodowości, które mają w planach rozwój finansowy i chcą skorzystać z rynku giełdowego celem przyspieszenia swego wzrostu. Nouveau marché oferuje dużą elastyczność w zakresie dopuszczenia spółek do uczestnictwa na tym rynku, co pozwala na wejście na Nouveau marché spółek bardzo młodych.

²⁸ W sensie *Directive n° 2001/34 du Parlement européen et du Conseil du 28 mai 2001, concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs (Euronext, Livre II – Règles particulières applicables aux marchés réglementés français, art. P 1.0)*.

– MATIF (Marché à Terme International de France) – stworzony w 1986 r. Notowane na tym rynku instrumenty można podzielić na dwie następujące grupy: kontrakty terminowe i opcje na wskaźniki oraz kontrakty terminowe i opcje na towary oraz produkty rolne.

Rynki nieregulowane (*marchés non réglementés*) we francuskim systemie prawnym dzielone są na dwie grupy²⁹:

– rynki organizowane (*marchés organisés*), do których zaliczany jest Alternext oraz Marché Libre oraz

– inne rynki, które nie odpowiadają ani definicji rynków regulowanych (*marchés réglementés*) ani rynków organizowanych (*marchés organisés*) – o takich rynkach mówi się, iż są to *marchés de gré à gré*.

Alternext został utworzony 17 maja 2005 r. w celu poprawy przejrzystości realizowanych transakcji oraz płynności walorów. Jest „rynkiem organizowanym” przez Euronext-Paris SA. Stanowi on szansę pozyskania kapitału przez małe i średnie przedsiębiorstwa.

Emisje akcji na Alternext mogą się odbywać drogą oferty publicznej (wymogiem – jak podają władze Euronextu – jest *free float*³⁰ spółki o minimalnej wartości 2,5 mln euro³¹) lub oferty prywatnej³². Koncepcja tworzenia rynku alternatywnego upowszechniła się w wielu krajach europejskich, w tym nawet wśród tak niewielkich, jak: Belgia, Finlandia, Islandia, Irlandia czy Słowenia. Niektóre rynki okazały się jednak mało atrakcyjne, gdyż z powodu utraty płynności lub stosowania nieodpowiednich reguł utraciły zdolność przyciągania nowych spółek³³. Zamknięte zostały takie giełdy, jak: EuroNM (Belgia, 2001 r.), Neuer Markt (Niemcy, 2003 r.) czy NASDAQ Europe (2004 r.)³⁴.

²⁹ *Memento Pratique Francis Lefebvre, Comptable 2006*, Editions Francis Lefebvre, Levallois 2005, s. 743–744.

³⁰ *Free float* można określić jako procent akcji trzymany przez inwestorów posiadających mniej niż 5% ogółu akcji danej spółki. Wielkość *free float* ma duże znaczenie dla płynności obrotu, która stanowi istotny czynnik dla dużych inwestorów, w szczególności zagranicznych. Zbyt niska płynność obrotu czyni rynek bardziej ryzykownym, co zniechęca inwestorów do inwestowania na nim. Stopień płynności można określić za pomocą stosunku obrotu/kapitalizacja. Pokazuje on, jaką część akcji dokonuje się obrotu w danym okresie. Wyższa jego wartość wskazuje na wyższą płynność (zob. M. Dzwonkowski, *Mikroekonomiczne uwarunkowania rozwoju GPW. Charakterystyka warszawskiej giełdy pod względem notowanych spółek*, [w:] J. Danciewicz i in., *op. cit.*, s. 29).

³¹ <http://www.euronext.com>.

³² D. Maścianiec-Kordela, *Alternatywny system obrotu NewConnect – regulacje i funkcjonowanie*, [w:] S. Buczek, A. Fierla (red.), *Rynek kapitałowy w Polsce i na świecie – jak mądrze inwestować*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 268.

³³ S. Kasiewicz, *Stymulowanie rozwoju rynku NewConnect*, [w:] S. Buczek, A. Fierla (red.), *op. cit.*, s. 276–277.

³⁴ G. Giudici, P. Roosenboom (red.), *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, [za:] S. Kasiewicz, *Stymulowanie rozwoju rynku NewConnect*, [w:] S. Buczek, A. Fierla (red.), *op. cit.*, s. 277.

Spółki notowane na *Marché Libre* nie mają takich samych obowiązków informacyjnych w stosunku do inwestorów, jak spółki funkcjonujące na innych rynkach. Cechą charakterystyczną tego rynku jest to, iż:

- obowiązki w zakresie rachunkowości finansowej (księgowości) są przystające do wymagań sprawozdawczości finansowej właściwych danej formie prawno-organizacyjnej przedsiębiorstwa,
- nie jest wymagany żaden minimalny procentowy poziom publicznego rozpowszechnienia walorów,
- nie jest wymagane ujawnianie szczegółowych informacji, dotyczących wydarzeń, mogących mieć wpływ na zmianę kapitału własnego spółki lub jej sytuacji prawnej.

Rynek *Marché Libre* uważany jest z tego względu za rynek cechujący się niższym poziomem bezpieczeństwa dla inwestorów niż rynki regulowane oraz *Alternext*³⁵.

Zdaniem M. Charbonnier³⁶, główną cechą *Marché Libre* jest jego wysoka elastyczność, a jego zaletą to, że nie ma żadnych wymagań dotyczących minimalnej wielkości przedsiębiorstwa, lokującego swoje walory na nim³⁷.

W celu dopuszczenia akcji spółki do notowania na *Marché Libre*, spółka powinna przedstawić przede wszystkim³⁸:

- bilans za dwa ostatnie okresy sprawozdawcze (jeśli spółka funkcjonowała w takim horyzoncie czasowym),
- statut spółki,
- proponowaną liczbę walorów i ich cenę minimalną,
- uproszczony prospekt dla Komisji Transakcji Giełdowych (*Commission des Opérations de Bourse*).

Nie istnieją żadne wymogi dotyczące wartości przychodów netto ze sprzedaży, wyniku finansowego netto czy kapitalizacji giełdowej. Warto nadmienić,

³⁵ Warto podkreślić, iż emitenci zamierzający wprowadzić swe walory na rynek *Alternext* winni działać dłużej niż 2 lata, udostępnić w wolnym obrocie akcje za minimum 2,5 mln euro, a zalecana kapitalizacja spółki wynosi minimum 4,5 mln euro. Co więcej, spółki mają obowiązek współpracy z doradcą podczas wchodzenia na giełdę oraz przez cały czas notowania. *Alternext* w znacznie większym stopniu niż *Marché Libre* chroni interesy inwestorów – przejawia się nie tylko w większych wymaganiach dotyczących wejścia na rynek, ale i w obowiązkach informacyjnych po debiucie. Jak już zostało wspomniane, *Marché Libre* cechuje się o wiele skromniejszymi wymaganiami formalnymi – zarówno w porównaniu do rynku regulowanego, jak i rynku *Alternext*. Dotyczy to przede wszystkim braku określonego minimum akcji, które muszą znaleźć się w obrocie, rachunkowości prowadzonej według standardów dla spółek akcyjnych, a także braku konieczności informowania o ważnych wydarzeniach, które mogą mieć wpływ zarówno na wartość spółki, jak i jej sytuację prawną. Warto jednak nadmienić, iż emitenci lokujący swe walory na *Marché Libre* zobowiązani są do stosowania się do regulaminu giełdy, ustalonego przez *Commission des Opérations de Bourse* (zob. Ł. P o r ę b s k i, *Rynki alternatywne na świecie*, cz. 3, „Biuletyn *NewConnect*” 2009, nr 2, www.ncbiuletyn.pl).

³⁶ Directrice exécutive de la côté et des émetteurs chez Euronext.

³⁷ www.journaldunet.com/management/dossiers.

³⁸ www.financier.net/bourse.

iż kapitalizacja giełdowa spółek notowanych na *Marché Libre* nie przekracza zazwyczaj 20–25 mln euro, podczas gdy na *Alternext* wynosi ona od 20 do 100 mln euro³⁹.

Marché Libre może być postrzegany jako rynek, na którym aklimatyzują się spółki, mające w dalszych planach transfer swego kapitału na inny rynek (*Alternext* lub *Eurolist*). Często dla wielu spółek *Marché Libre* stanowi pierwszy etap ich funkcjonowania na giełdzie.

Mimo uruchomienia w 2005 r. *Alternextu*, *Marché Libre* nie stracił na swym znaczeniu. Corocznie na rynek ten wchodzi ok. 20–30 nowych spółek. Te dwa rynki odpowiadają wymaganiom spółek w różnych fazach swego cyklu życia rynkowego.

Notowania akcji na *Marché Libre* odbywają się codziennie jeden raz w systemie *fixing-u* o godz. 15.00 (centralizacja ofert popytu i podaży). W ciągu 5 min *Euronext* konfrontuje wszystkie zlecenia kupna i sprzedaży i ustala cenę. Limit fluktuacji wynosi $\pm 10\%$ kursu z dnia poprzedniego⁴⁰.

4.2. Podmioty i zasady funkcjonowania *Marché Libre*

We francuskim systemie prawnym istnieją dwie kategorie spółek: posiadające osobowość prawną i jej nieposiadające⁴¹. Spółki posiadające osobowość prawną to spółki cywilne i spółki handlowe. Najbardziej popularną formą prowadzenia działalności gospodarczej we Francji jest spółka handlowa – *SARL* (*société a responsabilité limitée*) – będąca odpowiednikiem polskiej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Wartość minimalna kapitału zakładowego *SARL* wynosi 1 euro⁴².

³⁹ Dane odnoszące się do roku 2008.

⁴⁰ www.francebourse.com.

⁴¹ Francuskie przepisy określają trzy rodzaje działalności zawodowej: handlową, rzemieślniczą oraz wolne zawody. Rozróżnienie to jest istotne z uwagi na formalności związane z podjęciem danej działalności, system podatkowy, ochronę socjalną szefa przedsiębiorstwa. Prowadzenie działalności handlowej czy przemysłowej, rzemieślniczej lub wykonywanie wolnego zawodu jest uzależnione od spełnienia szeregu kryteriów:

- kryterium wieku (pełnoletność),
- kryterium moralne,
- brak statusu wykluczającego podjęcie takiej działalności (funkcjonariusze i urzędnicy państwowi),
- posiadanie lokalu handlowego (w określonych sytuacjach istnieje na początku możliwość prowadzenia działalności handlowej w mieszkaniu prywatnym),
- spełnienie wymogów formalnych wynikających z prawa handlowego lub cywilnego przy tworzeniu przedsiębiorstw, spółek itp.,
- posiadanie odpowiedniego wykształcenia (Wydział Promocji Handlu i Inwestycji Ambasady Polskiej we Francji, Paryż 2008).

⁴² Istnieje również możliwość założenia *SARL* z kapitałem zakładowym zmiennym, co jest o tyle korzystne, że podwyższenie czy zmniejszenie kapitału zakładowego nie wymaga zmian

Francuski odpowiednik polskiej spółki cywilnej posiada osobowość prawną od momentu rejestracji w Rejestrze Handlowym i Spółek. Spółką nieposiadającą osobowości prawnej jest spółka cicha⁴³, która nie podlega rejestracji⁴⁴.

W obecnym systemie prawnym we Francji funkcjonują dwie formy prawno-organizacyjne spółek akcyjnych – *société anonyme* (SA; spółka akcyjna, właściwa) oraz *société anonyme simplifiée* (SAS; spółka akcyjna uproszczona).

Société anonyme jest spółką, która może być notowana na giełdzie. W swej konstrukcji jest ona podobna do spółki akcyjnej, utworzonej na mocy kodeksu spółek handlowych⁴⁵. Ustawodawca definiuje ją jako spółkę, której kapitał podzielony jest na akcje, utworzoną pomiędzy wspólnikami, którzy ponoszą odpowiedzialność za zobowiązania spółki stosownie do wysokości wniesionych wkładów.

Ta forma prawno-organizacyjna odnosi się do dużych przedsiębiorstw. Wymaga ona by założycielami spółki było co najmniej siedmiu akcjonariuszy, którzy mogą być obcokrajowcami. Tylko spółki notowane na giełdzie mogą wydawać akcje na okaziciela. Minimalna wartość kapitału zakładowego *société anonyme* wynosi 37 000 euro⁴⁶. Natomiast w przypadku *société anonyme* noto-

w dokumentach formalnych ani uaktualniania statutu w rejestrze (zob. E. Matyszevska, *Francuska biurokracja ogranicza przedsiębiorców. Zakładanie firmy w krajach Wspólnoty*, „Gazeta Prawna” 2007, nr 175, <http://mojafirma.infor.pl>).

⁴³ Spółka cicha (*société en participation*) jest określona w art. 1871–1873 kodeksu cywilnego. Zakładana jest zazwyczaj przez grupy profesjonalistów (Loi 90-1258), np. lekarzy, pielęgniarki, akuszerki, podlega zarejestrowaniu, nie posiada osobowości prawnej, działa na podstawie umowy wspólników, która jest nieznaną osobom trzecim. Wspólnicy ponoszą odpowiedzialność solidarną i całym swoim majątkiem za długi spółki. Spółka cicha, niewymagająca skomplikowanych formalności, posiada prostą i mało kosztowną strukturę. Jest dobrą formą prawną dla prowadzenia działalności krótkookresowej, o ograniczonym czasie trwania lub do realizowania określonych zadań na rzecz wspólników.

⁴⁴ <http://gazetapraca.pl>.

⁴⁵ Do zawiązania *société anonyme* konieczny jest statut spółki sporządzony na piśmie, przy czym nie jest konieczne zachowanie formy notarialnej. Jest ona wymagana jedynie w nielicznych przypadkach, jak np. wniesienia aportu w postaci nieruchomości. Statut określa m. in. nazwę firmy, a jej oznaczenie powinno nastąpić po uprzednim upewnieniu się w Rejestrze Handlowym i Spółek (Registre du Commerce et des Sociétés – RCS) o jej dostępności. Ponadto należy zweryfikować w urzędzie patentowym (Institut National de la Propriété Intellectuelle – INPI) czy wybrana nazwa nie została dotychczas zarejestrowana jako marka. Niezbędne jest również wyznaczenie siedziby spółki, a zatem zawarcie umowy najmu lub zakupu lokalu oraz założenie konta bankowego w celu pokrycia kapitału zakładowego. Do innych dokumentów zaliczyć należy świadectwa o niekaralności członków organu zarządzającego. Ważnym elementem jest także opublikowanie ogłoszenia o założeniu spółki w wybranym dzienniku ogłoszeń prawnych („Journal d’Annonces Légales”). Przepisy *Code de Commerce* (kodeksu handlowego) określają kilkanaście elementów, które powinny być obligatoryjnie wskazane w statucie spółki. Wśród nich figurują m. in. okres, na jaki spółka została założona (maksymalnie może to być 99 lat), forma akcji (nominalne lub, pod pewnymi warunkami, na okaziciela) czy sposób podziału zysków. Wszystkich formalności niezbędnych do rejestracji spółki należy dokonać w Centrum Formalności Przedsiębiorstw (Centre de Formalités des Entreprises) (zob. www.inpi.fr).

⁴⁶ *Code de commerce*, art. L 223-2, zmodyfikowany artykułem 17-I ustawy DDOEF n° 98-546 z dnia 2 lipca 1998 r.

wanej na giełdzie wartość minimalna tego kapitału wynosi 225 000 euro, przy czym co najmniej połowa kapitału zakładowego musi być pokryta w momencie rejestracji spółki⁴⁷, reszta w ciągu 5 lat najbliższych od rejestracji. Wejście na giełdę wymaga zezwolenia Komisji Transakcji Giełdowych – COB (Commission des opérations de bourse).

Wyniki finansowe *sociétés anonymes* – podobnie jak w przypadku SAS i SARL (*société à responsabilité limitée*⁴⁸) – są podawane do publicznej wiadomości⁴⁹.

Dla tej formy spółki dostępne są wszystkie instrumenty finansowe, takie jak np. obligacje czy obligacje zamienne, również z opcją zamiany na akcje⁵⁰.

Pojęcie *société anonyme simplifiée* zostało wprowadzone w roku 1999⁵¹. Ta nowa forma spółki została utworzona pod naciskiem dużych przedsiębiorstw, które szukały bardziej „elastycznych” możliwości prawnych rozszerzenia współpracy zarówno między sobą, jak i z partnerami zagranicznymi.

Akcjonariuszem spółki akcyjnej uproszczonej może być osoba fizyczna lub osoba prawna, a liczba wspólników nie jest ograniczona. Każdy z nich odpowiada za zobowiązania spółki do wysokości wniesionych wkładów⁵². Spółka taka może również być jednoosobowa⁵³.

⁴⁷ Rejestracja obowiązuje handlowców prowadzących działalność indywidualną i wszystkie spółki handlowe i cywilne z wyjątkiem spółek cichych.

⁴⁸ Odpowiednik polskiej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością

⁴⁹ Directive 2003/58/CE du 15 juillet 2003 sur la modernisation des obligations de publicité.

⁵⁰ Oprócz akcji, najczęściej występującymi na francuskim rynku kapitałowym instrumentami finansowymi są:

- obligations sans prime, convertibles ou échangeables en actions,
- obligations avec prime, convertibles en actions,
- obligations échangeables,
- obligations à options de conversion ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (OCEANE),
- obligations remboursables en actions (ORA) ou en actions nouvelles ou existantes (ORANE),
- obligations à bons de souscriptions ou à warrants,
- bons de souscription autonomes,
- obligations avec bons de souscription d'actions (OBSA),
- actions avec Bons de Souscriptions d'Actions (ABSA),
- obligations avec bons de souscription de titres participatifs (OBSTP),
- obligations avec bons de souscription d'actions remboursables (OBSAR)

(zob. *Memento Pratique Francis Lefebvre, Comptable 2006*, Editions Francis Lefebvre, Levallois 2005, s. 901–902).

⁵¹ Ustawa z 12 lipca 1999 r. o działaniach innowacyjnych i badaniach (Loi n° 99- 587 sur l'innovation et la recherche).

⁵² Prawo francuskie. Poradnik dla eksporterów, Fundusz Współpracy, Warszawa 2002, s. 18.

⁵³ Przedstawiciele wolnych zawodów obok działalności samodzielnej (indywidualna działalność gospodarcza) mogą prowadzić działalność w formie spółki. Spółki właściwe dla wolnych zawodów to: SCP 78 – spółka cywilna wolnych zawodów i SEL – spółka kapitałowa mająca za przedmiot wykonywanie wolnego zawodu (np. SELARL 79 – spółka wolnego zawodu z ograniczoną odpowiedzialnością, SELAFA 80 – spółka akcyjna wolnego zawodu, SELCA 82 – spółka

Spółka akcyjna uproszczona nie jest spółką publiczną, a zatem jej akcje nie mogą być notowane na giełdzie, jednakże może ona emitować obligacje. Spółka ta jest zobowiązana ujawniać w każdym roku swoje sprawozdanie finansowe. Pomimo charakteru kapitałowego, SAS jest spółką, w której więzi pomiędzy wspólnikami są dosyć silne. Znajduje to wyraz w postanowieniu ustawodawcy, który użył dla ich określenia wspólnicy, a nie akcjonariusze. Co więcej sami akcjonariusze mogą podkreślić wspólnotowy charakter spółki tego rodzaju, wpisując do jej statutu klauzule utrudniające lub nawet uniemożliwiające zbycie akcji⁵⁴.

Rynek *Marché Libre* od początku swego funkcjonowania stanowił przedmiot zainteresowania małych i średnich przedsiębiorstw francuskich, dla których wejście na ten rynek było często pierwszym doświadczeniem na rynku kapitałowym. Spółki, które lokowały swoje akcje na *Marché Libre*, były zróżnicowane zarówno co do rozmiarów działalności, liczby lat funkcjonowania, jak i rodzaju prowadzonej działalności gospodarczej.

W pierwszym roku funkcjonowania na *Marché Libre* zadebiutowało sześć spółek – Sobelec (25.09.1996 r.), Simo International (26.09), Titus Interactive (28.10), Faros (12.11), C.T.A. Holding (21.11) oraz Euraltech (10.12). Największą liczbę akcji do sprzedaży zaoferowała spółka Faros – 85 800, najmniejszą – spółka Simo International – jedynie 4 000, przy czym ich cena emisyjna była również najniższa (jedynie 50 franków).

W roku 1997 na *Marché Libre* zadebiutowało aż 19 spółek (zob. tab. 1). Największą liczbę akcji do sprzedaży zaoferowała spółka Upke Systems – 338 850, a następnie: Bonnier Dorra (138 120), Croq'o'pain France (110 000), Troc de l'Ile (103 590), jak również BIO MS (100 000) (zob. tab. 1).

W 1998 r. na rynku *Marché Libre* zadebiutowało 20 spółek, co więcej – z rynku *hors cote* dokonano transferu aż 87 spółek (zob. tab. 2). Spółki poprzednio notowane na rynku *hors cote*, które dotknął proces stopniowej likwidacji tego rynku, powzięły inicjatywę przeniesienia ich na *Marché Libre*. Transfer ten w przypadku kilku spółek związany był z nową emisją akcji⁵⁵, lecz najczęściej spółki dotychczas notowane na rynku *hors cote* zachowywały poprzedni poziom kapitału zakładowego, wchodząc na *Marché Libre*⁵⁶.

W kolejnych latach funkcjonowania *Marché Libre* systematycznie zwiększała się liczba spółek, działających na tym rynku. W roku 1997 na *Marché Libre* zadebiutowało 37 spółek. Przedsiębiorstwa te wprowadzały swoje akcje na rynek w zróżnicowany sposób.

komandytowo-akcyjna wolnego zawodu oraz SELAS 81 – spółka akcyjna uproszczona wolnego zawodu) (zob. *Informator gospodarczy*, Ministerstwo Gospodarki, Ambasada Rzeczypospolitej Polskiej we Francji, Wydział Ekonomiczno-Handlowy, Paryż 2005, s. 75).

⁵⁴ <http://www.copernic-avocats.com>.

⁵⁵ Np. Verney Carron, który został przetransferowany z rynku *hors cote* na *Marché Libre* w lipcu 1998 r.

⁵⁶ A. G a l e s n e, *Le financement de l'entreprise*, Éditions du Cerefia, Rennes 1999, s. 269.

Tabela 1

Emisje akcji na Marché Libre na początku jego funkcjonowania według kolejności debiutowania na rynku (lata 1996–1997)

Nazwa spółki	Liczba akcji przed emisją	Liczba wyemitowanych akcji	Całkowita liczba akcji spółki po wyemitowaniu	Liczba akcji w sprzedaży	Cena emisyjna (we frankach)	Cena pierwszego notowania (we frankach)	Wzrost wartości akcji (w tys. franków)	Całkowity wzrost wartości (w tys. franków)
1996								
Sobelec	145 000	0	145 000	58 000	80	80,00	0	4 640
Simo International	160 000	0	160 000	4 000	50	50,00	0	200
Titus Interactive	810 480	0	810 480	30 115	160	160,00	0	4 818
Faros	572 000	0	572 000	85 800	87	91,50	0	7 851
C.T.A. Holding	500 000	0	500 000	30 000	250	250,00	0	7 500
Euraltech	437 500	0	437 500	65 000	280	280,00	0	18 200
1997								
Europe Finance et Industrie	300 000	0	300 000	2 000	120	120,00	0	240
Troc de l'Île	672 600	0	672 600	103 590	100	110,00	0	11 395
Serengeti et Cie	506 565	0	506 565	63 320	120	130,00	0	8 232
BIO MS	1 000 000	0	1 000 000	100 000	30	33,00	0	3 300
BD (Bonnier Dorra)	1 389 400	0	1 389 400	138 120	65	70,00	0	9 668
Euroman	250 000	0	250 000	37 500	200	215,00	0	8 063
Créatifs	745 000	0	745 000	74 500	125	125,00	0	9 312
Daxel	500 000	0	500 000	75 000	200	200,00	0	15 000
L.C.A. France	600 000	0	600 000	72 000	100	100,00	0	5 000
Rousselet Centrifugation	500 000	0	500 000	50 000	85	90,00	0	4 500
Général Industries	300 000	0	300 000	60 000	165	165,00	0	5 770
Hélios Multimédia	555 560	0	555 560	83 274	125	132,00	0	10 992
AP Consultants	522 900	0	522 900	86 700	210	220,00	0	19 074
Upke Systems	1 129 500	0	1 129 500	338 850	26,6	26,60	0	9 013
Nicomatic	500 000	0	500 000	15 000	129	129,00	0	1 935
Croq'o'pain France	600 000	0	600 000	110 000	88	88,00	0	1 709
Groupe Assurances Europ.	1 100 000	0	1 100 000	50 452	83	83,00	0	4 188
Fonderie Formétal	774 050	0	774 050	8 454	56	56,00	0	473
Eurexia	399 600	0	399 600	33 460	150	150,00	0	5 019

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych archiwalnych umieszczonych na www.euronext.com.

Tabela 2

Spółki debiutujące na *Marché Libre* w roku 1998 i przetransferowane z rynku *hors cote* w ujęciu miesięcznym (według kolejności wejścia na rynek)

Miesiąc	Spółki debiutujące		Spółki przetransferowane z rynku <i>hors cote</i>		Łączna liczba spółek
	liczba	nazwa	liczba	nazwa	
1	2	3	4	5	6
Styczeń	–	–	2	E.F.E., Hydro-Exploitations	2
Luty	–	–	1	Old England	1
Marzec	1	Géant du Meuble	1	Fashion Bel Air	2
Kwiecień	5	Seal's, Cesam, Microcast, Source Développement, CLEN	5	Crédit Foncier de Monaco, Caapaction, CTT-SCETA, Pronuptia de Paris, Nord Invest	10
Maj	–	–	15	Banque de l'Aquitaine, Parfininco, Chamonix Montenvers, Hopar, Jouffroy (Passage), Systar, Financière Saint Nicolas, Croisé Laroche, CPIO Multimédia, Lecteurs du Monde, Calinters Services, Tapis et Nouveautés, Pol Roger, Plastohm, Exxon Chemical	15
Czerwiec	3	H.M. Holding, Aubay Technology, Streit Industries	47	Coparex International, Phonomene Telecom, Financière Martin Maurel, Meubles Delias, Moria, Euroflex, Bertin, Systran, Altaï, Speed Rabbit Pizza, Editions du Signe, Est Républicain, Investissement et de Gestion, Dynafond, Motocycles Ardoin Saint Amand, Cogifrance, Horo Quartz, Cibox-LCI, Baud (Antoine), Courbet, Hôtelière et Immobilière de Nice, Monts Jura, Vincent s.a., Georex, Participex, Union Métallurgique de la Haute Seine, Chamonix-Equipement Sportif, Compagnie de Suresnes, Debuschere, France Chauffage, Grosse (Entreprise Générale Léon), Groupe Plein Vent, Hydraulique PB, Setimeg, Tramways de Rouen, Tramways du Var et du Gard, Biotonic, Roche Holding, Groupe Food Partner, CNIT, SIDI-Immobilière de l'Indochine, SEMAS (Sté d'Equipement Electrique en Asie), SIPEA-Eaux et Electricité en Asie, Hôtel Majestic Cannes, Air France, Ducos et Sarrat, Thermes de Saujon	50

Tabela 2 (cd.)

1	2	3	4	5	6
Lipiec	6	Forges de Trie-Château, CIL, Team Partners Group, Groupe AVR-VST, Neyral Haute Technologie, Assurances Thiébaud Hold.	13	Omnium Français Industriel et Commercial, Eaux de Douai, Immobilière Marceau, SFIC, TEAM, Sicomax, Verney Carron, Technimodern Automation, Placoplâtre Lambert, SAIP, Look Voyages, Financière Hoche les Bains, Locasolog	19
Sierpień	1	Avenir Finance	–	–	1
Wrzesień	1	Pommier SCEBP	–	–	1
Październik	–	–	1	Daniel Harlant Parfumeur Créateur	1
Listopad	2	Quadrime Chimie, CTM	–	–	2
Grudzień	1	Sprint SA	2	Saint Colomban, E. Coignet	3
Razem		20		87	107

Źródło: jak do tab. 1.

Francuskie spółki mają bowiem do wyboru kilka sposobów wejścia na rynek (tzw. *procédures d'introduction*):

- DP – *diffusion dans le public* (emisja do szerokiego grona odbiorców),
- PG – *placement garanti* (emisja gwarantowana),
- OPF – *offre à prix ferme* (oferta po cenie zamknięcia),
- OPM – *offre à prix minimal* (oferta po cenie minimalnej) oraz
- OPV – *offre publique de vente* (publiczna oferta sprzedaży).

W 1997 r. najwięcej spółek zadebiutowało na *Marché Libre*, oferując swoje akcje po cenie minimalnej (OPM) (*offre à prix minimal*). Aż 23 z 37 spółek skorzystało z możliwości wprowadzenia swych walorów na rynek w ten właśnie sposób. Tę ścieżkę debiutu giełdowego wykorzystwała także zdecydowana większość spółek wchodzących na *Marché Libre* w roku 2000, bowiem aż 44 z 55 debiutujących spółek oferowało swoje akcje po cenie minimalnej (zob. tab. 3).

Można zatem stwierdzić, iż w analizowanym okresie liczba spółek wchodzących na *Marché Libre* ulegała znacznym wahaniom, przy czym od 1996 do 2000 r. występuje wyraźny trend wzrostowy liczby spółek debiutujących na tym rynku (zob. rys. 2).

Od 2006 r. spółki notowane na *Marché Libre* ujmowane są według klasyfikacji, grupującej przedsiębiorstwa według nowej nomenklatury sektorowej ICB (Industry Classification Benchmark). To nowe kryterium grupowania spółek według zasadniczego profilu ich działalności zostało stworzone w styczniu 2005 r. przez FTSE Group et Dow Jones Indexes i weszło w życie 2 stycznia 2006 r.

Tabela 3

Liczba spółek debiutujących na Marché Libre w latach 1999–2008 z podziałem na rodzaj emisji akcji

Całkowita liczba spółek debiutujących w danym roku	Sposób wprowadzenia akcji na Marché Libre				
	OPM	PG/OPF	PG	OPF	inne
1999					
37	23	3	–	3	8
2000					
55	44	8	1	–	2
2001					
36	18	17	–	–	1
2002					
23	14	8	–	–	1
2003					
14	10	3	–	–	1
2004					
19	3	3	–	9	4
2005					
14	–	–	–	–	14
2006					
23	–	–	–	–	23
2007					
42	–	–	–	–	42
2008					
35	–	–	–	–	35

Źródło: jak do tab. 1.

Ujęcie sektorowe ICB dotyczy wszystkich spółek notowanych na rynkach Euronext w Amsterdamie, Brukseli, Lizbonie i Paryżu.

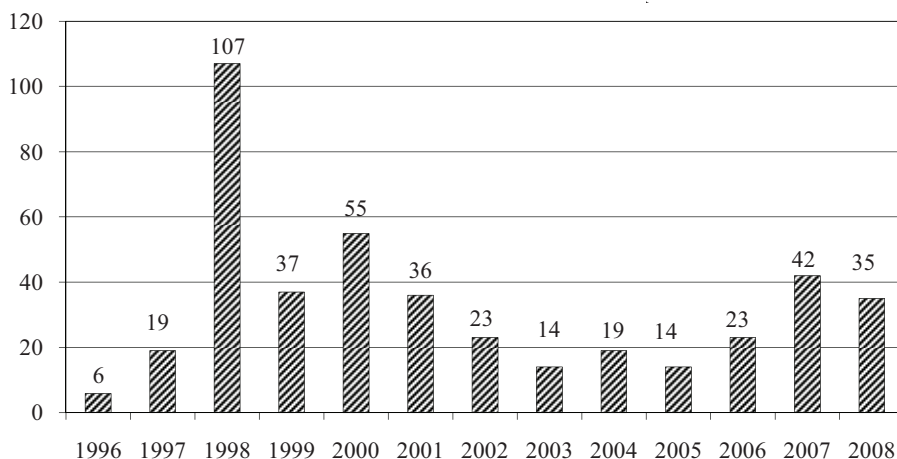
Ta nowa nomenklatura sektorowa, która zastąpiła nomenklaturę FTSE, określaną mianem FTSE Global Classification System, pozwala inwestorom identyfikować walory według hierarchii ICB⁵⁷, na którą składa się⁵⁸:

- 10 rodzajów przemysłu (*industries*),
- 18 nadsektorów (*super-secteurs*),

⁵⁷ Zob. avis n° 2005-2976 du 18 juillet 2005; avis n° 2005-4875 du 15 décembre 2005 – *Changement de la nomenclature sectorielle. Passage à la nomenclature ICB dite Industry Classification Benchmark (Complément à l'avis n° 2005-2976 du 18 juillet 2005)*, „Euronext Paris Notices”, 15.12.2005.

⁵⁸ www.euronext.com.

- 39 sektorów (*secteurs*) oraz
- 104 podsektory (*sous-secteurs*).



Rys. 2. Liczba debiutujących spółek na Marché Libre w latach 1996–2008

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych archiwalnych umieszczonych na www.euronext.com.

Tabela 4

Ujęcie makrosektorowe spółek notowanych na Marché Libre. Stan na początek stycznia 2009 r.

Numer i nazwa „gałęzi przemysłu” według ICB	Liczba spółek	Średnia kapitalizacja spółki w sektorze (w euro)
0001 <i>Pétrole et gaz</i>	4	111 527 142
1000 <i>Matériaux de base</i>	6	88 784 081
2000 <i>Industries</i>	61	132 002 479
3000 <i>Biens de consommation</i>	49	10 385 161
4000 <i>Santé</i>	7	19 453 829
5000 <i>Services aux consommateurs</i>	44	18 463 236
6000 <i>Télécommunications</i>	6	63 696 884
7000 <i>Services aux collectivités</i>	9	24 771 423
8000 <i>Sociétés financières</i>	31	30 610 145
9000 <i>Technologie</i>	55	8 596 337

Źródło: opracowanie własne na podstawie notowań na dzień 10 stycznia 2009 r., www.euronext.com.

Na początku 2009 r. na *Marché Libre* notowane były 272 spółki. W ujęciu sektorowym⁵⁹ dominowały spółki z branży przemysłu (*Industries*) – 61 przedsiębiorstw, technologii (*Technologie*) – 55 podmiotów, dóbr konsumpcyjnych (*Biens de consommation*) – 49 przedsiębiorstw oraz usług dla konsumentów (*Services aux consommateurs*) – 44 spółki (zob. tab. 4).

„Makrosektor” przemysłu (*Industries*), do którego zalicza się największa liczba spółek notowanych na *Marché Libre* wyróżnia się największą średnią kapitalizacją przedsiębiorstw (ponad 132 mln euro). W sektorze tym dominowały spółki, których działalność mieściła się w następujących dziedzinach działalności gospodarczej (sklasyfikowanych według ICB):

– 2737 – *Équipements électroniques* (osprzęt elektroniczny) – 9 przedsiębiorstw (Made, Novatech Ind., Team, Team DA 87, Team DA 88, Team-Telec.DA 91, Technofirst, Txcom, Visio Nerf),

– 2757 – *Outillage industriel* (wyposażenie przemysłowe) – 9 spółek (Cta Holding, Europlasma, Forg.Trie Chateau, Francaise De Deco., Metalliance, Roc-tool, Rousselet Centrif., Techni CN, Tecnimodern),

– 2799 – *Services de traitement et d'élimination des déchets* (wywóz i utylizacja odpadów) – 7 przedsiębiorstw (EO2, General Recyclage, Granulutex, Granulutex NV, Groupe Dupuy, Jldm Ecologic Grp., Orege),

– 2791 – *Services d'appui professionnels* (usługi wsparcia zawodowego) – 7 spółek (Chaudr.Tuyauterie, Global Interface, MP6, Novaliafrancegines, Phone Web, Protect.One Europe, TRANS Consult Intl) oraz

– 2357 – *Constructions lourdes* (konstrukcje ciężkie) – 6 podmiotów (A Et CO, Debuschere, Leon Grosse, Part.Fin.Indl.Coml, Setimeg Nom., Sobelec).

Drugi pod względem liczby notowanych spółek „makrosektor” technologii (*Technologie*) posiadał najniższą średnią kapitalizację przedsiębiorstw, wchodzących w jego skład (8 596 337 euro). Spośród 55 spółek makrosektora technologii aż 22 zajmowały się usługami informatycznymi (9533 – *Services informatiques*), a działalność 15 przedsiębiorstw przyporządkowana była kategorii „Komputery” (9537 – *Logiciels*). Ponadto 9 spółek świadczyło usługi związane z siecią internetową (9535 – *Internet*), działalność 5 przedsiębiorstw związana była ze sprzętem informatycznym (9572 – *Matériels informatiques*), a 4 spółek – z wyposażeniem telekomunikacyjnym (9578 – *Équipements de télécommunication*).

„Makrosektor” dóbr konsumpcyjnych (*Biens de consommation*), w skład którego wchodzi 49 spółek notowanych na *Marché Libre*, cechował się także niską średnią kapitalizacją przedsiębiorstw, nieznacznie przekraczającą 10 mln euro. Najwięcej spółek zajmowało się działalnością związaną z produktami spożywczymi (3577 – *Produits alimentaires*) – 8 podmiotów, następnie: umeblowaniem (3726 – *Ameublement*) oraz gorzelnictwem i winogradnictwem (3535 – *Distillateurs et viticulteurs*) – po 5 przedsiębiorstw, jak również produktami związanymi

⁵⁹ Podział sektorowy spółek za: *Industries et Secteurs ICB*, [w:] *Cote Officielle Euronext Paris*, „Bulletin Quotidien des Cours de la Bourse”, 2 janvier 2009.

mi z rekreacją (3745 – *Produits de loisir*), rolnictwem i rybołówstwem (3573 – *Agriculture et pêche*) oraz częściami zamiennymi do samochodów (3355 – *Pièces détachées d'automobiles*) – po 4 przedsiębiorstwa.

Makrosektor usług dla konsumentów (*Services aux consommateurs*), w skład którego wchodziły 44 spółki, również należy uznać za sektor o niskiej średniej kapitalizacji przedsiębiorstw. Wartość kapitalizacji dla tych jednostek wyniosła na początku 2009 r. niewiele ponad 18 mln euro. Działalność niemalże jednej trzeciej spółek należących do tego makrosektora została sklasyfikowana jako działalność edytorska (5557 – *Édition*) – 13 przedsiębiorstw. Znacząca liczba spółek zajmowała się także dystrybucją wyspecjalizowaną (5379 – *Distributeurs spécialisés*) – 8 podmiotów. Dość liczna była również grupa przedsiębiorstw, specjalizująca się w kontaktach z mediami (5555 – *Agences de médias*) – 6 spółek.

Do licznych pod względem liczby notowanych spółek makrosektorów zaliczyć należy makrosektor spółek finansowych (*Sociétés financières*), w skład którego wchodziło 31 podmiotów. Działalność większości z nich związana była z inwestowaniem w papiery wartościowe (8985 – *Instruments de placements en actions*) oraz inwestycjami „Esteta” nieruchomości (8633 – *Real Estate Holding & Development*) – po 10 przedsiębiorstw.

W makrosektorze usług komunalnych (*Services aux collectivités*) najwięcej spółek zajmowało się działalnością związaną z alternatywnym pozyskiwaniem energii (7537 – *Alternative Électricity*) – 4 przedsiębiorstwa, oraz rozprawadaniem wody (7577 – *Eau*) – 3 spółki. Z makrosektora związanego ze zdrowiem (*Santé*) większość spółek należała do branży biotechnologicznej (4573 – *Biotechnologie*) – 3 podmioty, natomiast z makrosektora materiałów podstawowych (*Matériaux de base*) – do branży chemii specjalistycznej (1357 – *Chimie de spécialité*) – 5 przedsiębiorstw. Ponadto spółki zaliczające się do makrosektora telekomunikacji (*Télécommunications*) zajmowały się przede wszystkim telekomunikacją przewodową (6535 – *Télécommunications filaires*) – 5 podmiotów, natomiast działalność spółek kwalifikujących się do makrosektora paliwowego (*Pétrole et gaz*) była zdywersyfikowana i wiązała się zarówno z alternatywnymi paliwami (0587 – *Alternative Fuels*), wyposażeniem i usługami paliwowymi (0573 – *Équipements et services pétroliers*), wydobywaniem i przetwórstwem (0533 – *Exploration et production*), jak i wyposażeniem związanym z energią odnawialną (0583 – *Renewable Energy Equipment*).

Warto nadmienić, iż na *Marché Libre* notowane są także obligacje zamienne. Na początku 2009 r. emitentami tych walorów, notowanych na tym rynku, są: Altergaz⁶⁰, DS Holding⁶¹ oraz Proximania⁶².

⁶⁰ Stopa: 3,50%, data wykupu: 29.06.2011, wartość nominalna: 64 000 €, całkowita liczba walorów: 438.

⁶¹ Stopa: 3,00%, data wykupu: 10.07.2013, wartość nominalna: 120 €, całkowita liczba walorów: 83 333.

⁶² Stopa: 4,20%, data wykupu: 13.07.2012, wartość nominalna: 58 500 €, całkowita liczba walorów: 498.

5. FUNKCJONOWANIE RYNKU POZAGIEŁDOWEGO CeTO W POLSCE

5.1. Powstanie rynku CeTO

Polski publiczny regulowany rynek pozagiełdowy, określany jako Rynek Papierów Wartościowych CeTO, jest ustawowo uregulowanym segmentem polskiego rynku kapitałowego. Został on zorganizowany przez spółkę CeTO SA w Warszawie i wzorowany był na rozwiązaniach amerykańskich. Współtworzony był też przez amerykańskich specjalistów z NASDAQ.

Pierwsze rozmowy o utworzeniu polskiego rynku pozagiełdowego miały miejsce wiosną 1994 r. i toczono je pomiędzy Ministerstwem Przekształceń Własnościowych a biurami maklerskimi. Dotyczyły one notowań na tym rynku spółek uczestniczących w programie NFI.

W lutym 1995 r. Komisja Papierów Wartościowych przedstawiła projekt samorządowej organizacji regulowanego publicznego wtórnego rynku pozagiełdowego. Istotne znaczenie dla stworzenia polskiego rynku pozagiełdowego miało nawiązanie współpracy z USAID (amerykańską agencją rządową, dysponującą środkami pomocowymi) oraz z firmą konsultingową Barents Group LLC⁶³.

Za datę powstania polskiego rynku pozagiełdowego uznać można dzień 29 stycznia 1996 r., w którym banki i domy maklerskie zawiązały spółkę akcyjną pod nazwą Centralna Tabela Ofert CeTO SA (CeTO) w Warszawie.

W 2004 r. CeTO weszła w alians strategiczny z grupą MTS. Nastąpiła zmiana nazwy firmy na MTS-CeTO SA, a włoska spółka MTS S.p.A. została nowym akcjonariuszem (posiada ona 25% akcji MTS-CeTO SA)⁶⁴.

Centralna Tabela Ofert jest rynkiem podlegającym kontroli przez Komisję Nadzoru Finansowego. Zawieranie transakcji na Rynku Papierów Wartościowych CeTO dokonuje się w godzinach 9:00–16:00 od poniedziałku do piątku – z wyłączeniem dni wolnych od pracy. Obrót papierami wartościowymi odbywa się za pośrednictwem domów maklerskich, które mogą działać na rachunek klienta bądź na rachunek własny. Transakcje zawarte na rynku rozliczane są przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA (KDPW) i podlegają Funduszowi Gwarantowania Rozliczeń.

Rynek Papierów Wartościowych CeTO obejmuje trzy segmenty⁶⁵:

– rynek akcji, na którym notowane są walory małych i średnich przedsiębiorstw,

⁶³ Zob. A. N. Duraj, *Histoire de la création et principes de fonctionnement du marché public en banque polonaise – le CeTO (Tableau d'Offres Central)*, [w:] Ch. Le Bas, B. Suchecki (red.), *Marché – Innovations – Développement économique*, Communications du Séminaire Franco-Polonais 1999, Absolwent, Łódź 2000, s. 129–130.

⁶⁴ <http://www.gpw.pl>.

⁶⁵ www.mts-ceto.pl.

– rynek instrumentów dłużnych, na którym notowane są listy zastawne, obligacje komunalne, obligacje korporacyjne, obligacje bankowe oraz obligacje skarbowe,

– rynek certyfikatów inwestycyjnych.

Regulamin obrotu na Rynku Papierów Wartościowych CeTO został przyjęty uchwałą nr 1/O/06 Rady Nadzorczej Spółki z dnia 3 stycznia 2006 r., a następnie zmieniony uchwałami nr 2/O/06 Rady Nadzorczej MTS-CeTO SA z dnia 16 stycznia 2006 r. oraz nr 4/06 Rady Nadzorczej MTS-CeTO SA z dnia 23 stycznia 2006 r. Wszedł on w życie z dniem 6 lutego 2006 r. Zgodnie z § 1 rozdziału 2 regulaminu, wniosek o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku CeTO powinien zawierać w szczególności:

- 1) oznaczenie nazwy (firmy), siedziby i adresu emitenta,
- 2) liczbę papierów wartościowych, będących przedmiotem wniosku, ich rodzaj, datę emisji, wartość nominalną, cenę emisyjną lub cenę sprzedaży,
- 3) informacje dotyczące zbywalności papierów wartościowych,
- 4) informacje dotyczące struktury własności papierów wartościowych i sposobu ich rozprowadzenia,
- 5) informacje na temat gdzie i kiedy został opublikowany odpowiedni dokument informacyjny, zatwierdzony przez właściwy organ nadzoru, chyba że sporządzenie lub zatwierdzenie takiego dokumentu nie jest wymagane,
- 6) oświadczenie emitenta, że zawarł umowę z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych SA, której przedmiotem jest rejestracja w depozycie papierów wartościowych, objętych niniejszym wnioskiem,
- 7) oświadczenie emitenta, iż w stosunku do niego nie zostało wydane prawomocne postanowienie o ogłoszeniu upadłości, obejmującej likwidację jego majątku lub postanowienie o oddaleniu wniosku o ogłoszenie tej upadłości ze względu na to, że majątek emitenta nie wystarcza na zaspokojenie kosztów postępowania, albo nie została otwarta likwidacja emitenta,
- 8) oświadczenie emitenta, iż nie zachodzą przeszkody określone w ustawie o ofercie lub ustawie o obrocie w dopuszczeniu papierów wartościowych do obrotu na rynku,
- 9) zobowiązanie emitenta do przestrzegania regulaminu i innych przepisów obowiązujących na rynku,
- 10) oświadczenie emitenta o poddaniu się właściwości sądu polubownego⁶⁶.

⁶⁶ Zgodnie z § 25 ust. 1 *Statutu MTS-CeTO Spółka Akcyjna*, spory o prawa majątkowe pomiędzy stronami transakcji zawieranymi na rynku pozagiełdowym, wynikające z przebiegu obrotu oraz spory o prawa majątkowe pomiędzy spółką a stronami transakcji, jakie mogą wyniknąć z tytułu wykonywania czynności w ramach obrotu, przeprowadza sąd polubowny, powoływany do rozstrzygnięcia poszczególnego sporu. Co więcej, w zakresie określonym w *Regulaminie obrotu*, do właściwości sądu polubownego należy również rozstrzyganie sporów o prawa majątkowe pomiędzy emitentami a spółką (§ 25 ust. 2). Sąd polubowny – na mocy § 25 ust. 3 *Statutu MTS-CeTO Spółka Akcyjna* – może także rozstrzygać inne spory, związane z prowadzonym przez spółkę rynkiem pozagiełdowym.

W przypadku, gdy spółka zamierza wprowadzić swe akcje do obrotu na rynku, winna ona wystosować wniosek, który – poza danymi określonymi w powyżej omówionym § 1 regulaminu – powinien zawierać informacje dotyczące ogólnej liczby wyemitowanych akcji, jak również informacje dotyczące struktury własności wszystkich wyemitowanych akcji. Do wniosku należy dołączyć akt założycielski spółki oraz oświadczenie dotyczące przestrzegania w spółce zasad ładu korporacyjnego. Ponadto do wniosku o dopuszczenie praw do nowych akcji do obrotu na rynku należy dołączyć protokół z walnego zgromadzenia, na którym uchwalono emisję nowych akcji.

W przypadku instrumentów dłużnych, wniosek o ich dopuszczenie do obrotu na rynku winien zawierać wskazanie podstawy prawnej emisji, określenie terminów i warunków wykupu tych instrumentów. W przypadku programu emisji instrumentów dłużnych – gdy nie jest znana ich liczba, rodzaj, data emisji, wartość nominalna, cena emisyjna lub cena sprzedaży, jak również niemożliwe jest podanie informacji dotyczących struktury własności papierów wartościowych i sposobu ich rozprowadzenia – należy podać maksymalną wartość programu emisji. Do wniosku należy dołączyć dokumenty stanowiące podstawę prawną emisji instrumentów dłużnych, a w przypadku emisji obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa – oświadczenie dotyczące przestrzegania w spółce zasad ładu korporacyjnego.

Podobnie wygląda procedura dotycząca wniosku o dopuszczenie certyfikatów inwestycyjnych do obrotu na rynku. Wniosek ten powinien zawierać wskazanie podstawy prawnej emisji, jak również określenie ceny emisyjnej tych certyfikatów oraz wartości emisji, będącej przedmiotem wniosku. Do wniosku należy dołączyć statut towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz odpis z rejestru funduszy inwestycyjnych lub odpis z rejestru towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

5.2. Podmioty CeTO

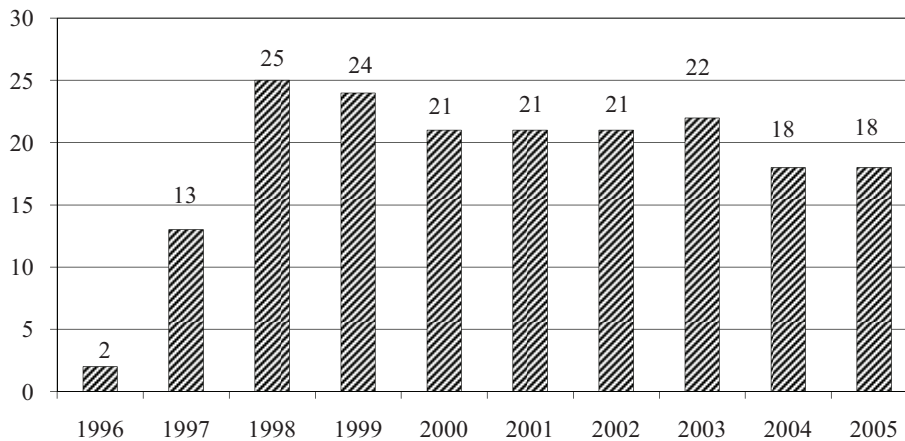
Pierwszą spółką notowaną na CeTO był Rafamet SA. Walorami wprowadzonymi na rynek przez tą spółkę były jej akcje⁶⁷. Natomiast emitentem pierwszych obligacji była gmina miasto Ostrów Wielkopolski⁶⁸.

⁶⁷ Fabryka Obrabiarek Rafamet na początku 2007 r. przeniosła swoje notowania z rynku CeTO na Giełdę Papierów Wartościowych, lokując swoje akcje na rynku równoległym. W związku z tym Rafamet nie miał obowiązku sporządzenia prospektu emisyjnego. W podobny sposób notowania w 2007 r. na GPW przeniosły: Mewa, Hawe (dawny Ventus) oraz ZL Orzeł. Warto nadmienić, iż spółki ZL Orzeł oraz Hawe również nie sporządzały prospektu emisyjnego, natomiast w przypadku Mewy przeprowadzona została nowa emisja akcji (zob. *Rafamet przenosi się z CeTO na GPW*, www.money.pl, 25.06.2007 r.).

⁶⁸ Ostrów Wielkopolski był pierwszym miastem w Polsce, które wyemitowało komunalne papiery wartościowe. Dotychczasowe emisje z lat 1996, 1997, 1999, 2000 i 2002 wzbogaciły

Na początku grudnia 1996 r. na CeTO rozpoczął się obrót akcjami Rafamentu, spółki uczestniczącej w programie powszechnej prywatyzacji. Tydzień po Rafamentu na CeTO pojawiły się akcje drugiej spółki – Polisa. Warto nadmienić, iż walory tej spółki, lecz należące do innych serii, znajdowały się wcześniej już w obrocie giełdowym. Istniejące do końca 1996 r. przepisy podatkowe umożliwiały bowiem sprzedaż akcji przez CeTO bez ponoszenia obciążeń fiskalnych bez względu na sposób nabycia papierów.

Do 1998 r. liczba notowanych spółek na rynku CeTO rosła osiągając najwyższą liczbę w roku 1998 (25 spółek). W kolejnych latach nieco zmniejszyła się liczba spółek notowanych na tym rynku (zob. rys. 3).



Rys. 3. Liczba spółek notowanych na rynku CeTO w latach 1996–2005

Źródło: *Polski rynek kapitałowy 1991–2006*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa 2006, s. 24.

Niewielka i raczej ustabilizowana liczba spółek notowanych na CeTO wskazuje na niezbyt wysoką atrakcyjność tego rynku w zakresie obrotu akcjami. Sytuacja ta została spowodowana skupieniem się spółki prowadzącej rynek na organizacji obrotu skarbowymi papierami wartościowymi oraz przechodzeniem, notowanych na CeTO spółek, na GPW⁶⁹. Ten proces migracji spółek akcyjnych z CeTO na GPW przybrał większe rozmiary od początku 2007 r. Po spółkach

budżet miasta łącznie o 57 mln zł. Obligacje z pierwszej emisji zadebiutowały na rynku publicznym Centralnej Tabeli Ofert (CeTO) w marcu 1997 r. i zostały wykupione przez miasto po dwóch latach (zob. *Ostrów wyemituje obligacje komunalne*, <http://gospodarka.gazeta.pl>, 23.06.2004 r.).

⁶⁹ *Polski rynek kapitałowy 1991–2006*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa 2006, s. 24.

Mewa, Hawe, ZL Orzeł, na GPW trafił Rafamet, oraz cztery następujące spółki: Karen Notebook, Zastal, KPPD i Izolacja Jarocin.

Na początku 2009 r. na rynku akcji Centralnej Tabeli Ofert notowane były walory jedynie 5 spółek (Aqua, Holdikom⁷⁰, Leasco, OZC oraz Wodkan). Największą liczbę wyemitowanych akcji posiadała spółka Leasco – 2 043 149 600. Liczba akcji tej spółki w obrocie pozagiełdowym wyniosła 1 793 149 600 szt., a maksymalna cena każdej z nich była równa 6 gr (zob. tab. 5).

Tabela 5

Statystyka notowanych akcji na *CeTO* (stan na początek 2009 r.)

Nazwa spółki	Liczba akcji wyemitowanych (szt.)	Akcje w obrocie pozagiełdowym (szt.)	Wartość rynkowa (tys. zł)	Wartość księgowa (tys. zł)	P/BV	Cena akcji z 52 tygodni (zł)	
						maks.	min.
Aqua	12 986 996	12 335 852	175 324,4	310 241,0	0,57	16,90	7,30
Holdikom	6 891 352	4 489 171	126 800,9	186 398,0	0,68	50,00	4,50
Leasco	2 043 149 600	1 793 149 600	40 863,0	141,0	289,81	0,06	0,01
Ozc	1 217 420	1 217 420	62 088,4	73 870,0	0,84	100,00	51,00
Wodkan	4 825 666	4 825 666	43 431,0	218 099,0	0,20	16,90	6,00

Źródło: www.mts-ceto.pl, 29.01.2009 r.

Można zatem stwierdzić, iż polski rynek pozagiełdowy akcji – w porównaniu z rynkiem francuskim – jawi się jako mało dynamiczny i ubogi pod względem liczby i wartości notowanych na nim walorów.

Odmierna sytuacja panowała na rynku instrumentów dłużnych. Na początku 2009 r. na *CeTO* notowane były:

- obligacje skarbowe – 40 rodzajów,
- obligacje innych emitentów – 13 rodzajów,
- listy zastawne – 14 rodzajów.

Warto wspomnieć również o istniejącym na *CeTO* rynku hurtowym obligacji.

Wzmoczone zainteresowanie wprowadzaniem obligacji na Centralną Tabelę Ofert wiąże się z kilkoma zaletami tej publicznej emisji. Zalety tej formy finansowania inwestycji są liczne, a spośród nich wymienić należy⁷¹:

⁷⁰ Spółka Holdikom planuje wycofanie się z Centralnej Tabeli Ofert, skupienie rozproszonych akcji i przekształcenie w spółkę majątkowo-inwestycyjną (zob. *Holdikom chce wycofać się z CeTO*, „Puls Biznesu”, 24.01.2009, <http://www.pb.pl>).

⁷¹ www.mts-ceto.pl, 29.01.2009 r.

- możliwość pozyskania inwestorów instytucjonalnych, którzy skłonni są zaangażować w większym stopniu swoje środki ze względu na wyższy stopień bezpieczeństwa inwestycji w papiery wartościowe na tym rynku,
- płynność obrotu, która jest szczególnie istotna w przypadku wcześniejszego wyjścia inwestora z inwestycji,
- stałe parametry emisji, gdyż warunki realizacji świadczeń z obligacji ustalane są przez emitenta w momencie ich emisji i pozostają niezmiennione do momentu ich wykupu,
- elastyczność konstrukcji świadczeń z obligacji, tj. sposobu naliczania odsetek, terminu wykupu obligacji, terminów płatności oprocentowania, jak również uprawnień do świadczeń niepieniężnych,
- brak zależności od jednego podmiotu finansującego, który może chcieć wywierać wpływ na działalność emitenta,
- brak konieczności zabezpieczenia obligacji, gdyż emitent obligacji nie jest zobowiązany do tworzenia zabezpieczeń prawnych lub majątkowych,
- stworzenie dodatkowych możliwości finansowania z innych źródeł, ponieważ środki pochodzące z emisji obligacji mogą zostać wykorzystane w celu refinansowania zadłużenia z innego źródła,
- niższy koszt pozyskanego kapitału – w wielu przypadkach zwiększona płynność papierów wartościowych traktowana jest przez inwestorów jako pewna premia, dzięki czemu są oni w stanie zaakceptować niższe oprocentowanie obligacji na rynku regulowanym,
- bieżącą rynkową wycenę papierów wartościowych, która jest niezwykle istotna dla inwestorów instytucjonalnych, mających obowiązek dokonywania codziennej wyceny posiadanych aktywów,
- zwiększenie wiarygodności emitenta w oczach inwestorów, kontrahentów oraz kredytodawców, związane z przejrzystością rynku regulowanego, będącą wynikiem nałożonych na emitenta obowiązków informacyjnych,
- efekt marketingowy, polegający na tym, iż przez obecność na rynku regulowanym emitent staje się rozpoznawalny wśród potencjalnych inwestorów, a notowanie na rynku regulowanym sprawia, że zwiększa się zainteresowanie inwestorów, w efekcie czego w przyszłości łatwiej jest pozyskać kapitał na dalszy rozwój lub nowe pomysły i inwestycje.

O względnym niedorozwoju polskiego rynku pozagiełdowego można mówić także z tego względu, iż na początku 2009 r. nie były notowane na nim żadne certyfikaty inwestycyjne. Możliwość taką stwarza bowiem załącznik do *Uchwały Nr 14/06 Zarządu MTS-CeTO z dnia 10 lutego 2006 r. w sprawie określenia szczegółowych zasad obrotu na Rynku Papierów Wartościowych CeTO*. Również na *Marché Libre* we Francji na początku 2009 r. nie były notowane żadne certyfikaty inwestycyjne.

6. ZAKOŃCZENIE

Główną przesłanką funkcjonowania Marché Libre we Francji i Centralnej Tabeli Ofert w Polsce jest stworzenie małym i średnim przedsiębiorstwom warunków względnie łatwego zaistnienia na rynku kapitałowym. Debiut na rynku pozagiełdowym stanowi dla tych jednostek ważny etap w rozwoju ich działalności.

Na francuskim i polskim rynku pozagiełdowym mają miejsce pewne różnice w sposobie funkcjonowania. Wyrażają się one tym, iż Marché Libre od samego początku swego funkcjonowania stanowił przedmiot żywego zainteresowania małych i średnich przedsiębiorstw, w przeciwieństwie do Centralnej Tabeli Ofert (ta tendencja zachowała się do chwili obecnej). Francuski rynek pozagiełdowy należy uznać za rynek dynamicznie rozwijający się pod względem liczby spółek corocznie lokujących na nim swoje akcje. Co więcej, wolumen transakcji przeprowadzanych na Marché Libre jest nieporównywalnie większy niż na CeTO. Odmienne wygląda natomiast sytuacja na rynku instrumentów dłużnych. Liczba tych walorów notowanych na polskim rynku giełdowym przewyższa w sposób znaczący ich liczbę występującą na Marché Libre. To zróżnicowanie ma miejsce, mimo iż regulacje prawne, odnoszące się do funkcjonowania obydwu rynków, mogą być uznane za porównywalne i dość zbliżone.

Agnieszka Natasza Duraj

THE EMERGING AND DEVELOPMENT OF OVER-THE-COUNTER MARKET IN FRANCE AND IN POLAND

The main goal of this article is to present the results of theoretical and empirical research concerning the emerging and development of over-the-counter market in France and in Poland.

This purpose is important from the point of view of reinforcement the role of capital markets in development of enterprises.

This paper contains the results of research concerning the functioning of over-the-counter market in France – Marché Libre and over-the-counter market Central Table of Offer (CeTO) in Poland.

Key words: over-the-counter market, capital market, Marché Libre, CeTO over-the-counter market, Euronext stock exchange.