

*Jerzy Nacewski**

INSTYTUCJE RYNKU KAPITAŁOWEGO

Sprawnie działający rynek kapitałowy to taki rynek, który wykonuje swoją podstawową funkcję: zamiany oszczędności, które powstają w gospodarce, na inwestycje. Innymi słowy, zapewnia dopływ kapitału dla potrzebujących, charakteryzuje się wysoką płynnością, a jednocześnie jest rynkiem bezpiecznym. Aby wymogi takie były spełnione, nieodzownym warunkiem jest istnienie odpowiednich instytucji rynku kapitałowego. Na rozwiniętych rynkach kapitałowych instytucje takie są liczne i działają na ogół sprawnie. Na polskim rynku kapitałowym, który po transformacji gospodarki powstawał niemal od zera, instytucje takie powstają i umacniają się. Proces ten nie jest równomierny, ponieważ jedne z nich powstały stosunkowo szybko i dość sprawnie działają, inne są w fazie powstawania a są i takie, które dopiero powstaną.

Artykuł stawia sobie za cel prezentację wybranych instytucji na polskim rynku kapitałowym na tle istniejących odpowiedników na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Instytucje te można podzielić na pewne grupy przyjmując jako kryterium podziału funkcje, jakie pełnią na rynku. I tak można je podzielić na trzy podstawowe grupy: instytucje organizujące rynek i dbające o jego bezpieczeństwo, instytucje rynkowe oraz instytucje obsługujące rynek. Na potrzeby artykułu omówione zostaną następujące instytucje: Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych wchodzące w skład grupy pierwszej, Warszawska Giełda Papierów Wartościowych SA i Centralna Tabela Ofert SA wchodzące w skład grupy drugiej, oraz biura maklerskie i banki inwestycyjne, wchodzące w skład grupy trzeciej. Omówione zostaną także fundusze inwestycyjne jako przykład inwestora instytucjonalnego, które charakteryzują się pewną specyfiką i rodzą trudność z zakwalifikowaniem ich do któregoś z grup.

* Dr, st. wykładowca w Katedrze Handlu i Finansów Międzynarodowych UŁ.

1. INSTYTUCJE ORGANIZUJĄCE RYNEK

1.1. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd

Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG) jest przykładem instytucji, bez której rynek kapitałowy nie mógłby funkcjonować. Ma ona wysoką rangę w hierarchii administracji państwowej, ponieważ podlega bezpośrednio premierowi rządu. Jest elementem nadzoru rządu nad rynkiem kapitałowym. We władzach tej instytucji reprezentowane są organy administracji państwowej, mające wpływ na podejmowane decyzje. Są to przedstawiciele: Ministra Gospodarki, Ministra Skarbu, Ministra Finansów oraz Ministra Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej, a także przedstawiciel Narodowego Banku Polskiego oraz Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumenta.

KPWiG posiada monopol na wykonywanie pewnych czynności, jak na przykład: egzaminowanie kandydatów na maklerów giełdowych i doradców inwestycyjnych oraz przyznawanie im koncesji na prowadzenie działalności w tych zawodach (z prawem cofania tych koncesji). Ma wyłączność na przyznawanie koncesji na prowadzenie biur maklerskich.

W ustawie jest także mowa o sprawowaniu nadzoru nad przestrzeganiem uczciwego obrotu papierami wartościowymi, o podejmowaniu działań zapewniających sprawne funkcjonowanie rynku oraz o współdziałaniu z innymi organami administracji rządowej i innymi instytucjami (NBP) w zakresie kształtowania polityki gospodarczej państwa przyczyniającej się do rozwoju rynku papierów wartościowych. Są to ważne funkcje, ale dwie wydają się najważniejsze. Przede wszystkim jest to prawo dopuszczania papierów wartościowych do publicznego obrotu oraz nadzór nad bezpieczeństwem uczestników rynku kapitałowego.

„Publicznym obrotem papierami wartościowymi jest proponowanie nabycia lub nabywanie emitowanych w serii papierów wartościowych, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób, jeżeli propozycja skierowana jest do więcej niż 300 osób albo do nie oznaczonego adresata”¹.

W tej oficjalnej definicji na uwagę zasługują dwa elementy. Pierwszy formalny, przyjmujący za cezurę między obrotem niepublicznym i publicznym 300 odbiorców i drugi ważniejszy, który jest istotą obrotu publicznego, a mianowicie obowiązek ciążyący na spółkach emitujących papiery wartościowe w obrocie publicznym, informowania potencjalnych inwestorów o ważnych wydarzeniach w spółce, a także o zamierzeniach. Innymi słowy, spółka, która ubiega się o dopuszczenie swoich papierów wartościowych do pub-

¹ *Prawo papierów wartościowych*, Lubelskie Wydawnictwa Prawnicze, Lublin 1998, s. 66.

licznego obrotu, staje się z definicji spółką publiczną wypełniając nakazy ustawy.

Innym ważnym aspektem sprawy jest bezpieczeństwo inwestorów. KPWiG dbając o bezpieczeństwo inwestorów, stawia spółkom wysokie wymagania, których spełnienie jest warunkiem dopuszczenia ich papierów wartościowych do publicznego obrotu.

W praktyce KPWiG działa poprzez wydawanie aktów zarówno normatywnych jak i administracyjnych oraz poprzez czynności rejestracyjne i kontrolne.

Na wszystkich rozwiniętych rynkach kapitałowych mamy do czynienia z instytucjami, które są odpowiednikami polskiej KPWiG. W USA działa instytucja, której nazwa w dowolnym tłumaczeniu jest zbieżna z polską nazwą: Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (Securities and Exchange Commission – SEC). Komisja ta dopuszcza papiery wartościowe do publicznego obrotu, a także prowadzi ich rejestrację. Istotnym elementem tego procesu jest prospekt emisyjny, który jest również przedmiotem zainteresowania SEC. Podlega on weryfikacji pod względem formalnym i kompletności.

Na rynku brytyjskim sytuacja nie jest tak czytelna jak na wspomnianych rynkach powyżej. Mamy tu do czynienia z połączeniem organizacji nadzorczej z organami samorządowymi. Zezwolenie na prowadzenie działalności na rynku kapitałowym wydaje Biuro Papierów Wartościowych i Inwestycji (Securities and Investment Board – SIB). Jest to prywatna spółka wyposażona jednak w uprawnienia nadzorcze na mocy ustawy. Natomiast nadzór nad poszczególnymi rodzajami działalności finansowej sprawują samorządowe organizacje regulacyjne (Self-Regulatory Organizations – SRO). Obecnie działają trzy takie organizacje: Urząd Papierów Wartościowych i Kontraktów Terminowych, Organizacja ds. Regulacji Zarządzania Inwestycjami oraz Urząd Lokat Osobistych².

Rynek francuski jest z kolei przykładem rynku, na którym istnieje ścisły nadzór państwowy sprawowany przez Ministerstwo Gospodarki i Finansów. Funkcje nadzorcze i kierownicze pełnią także: Rada Giełdy Papierów Wartościowych (Conseil des Bourses de Valeurs – CBV), Towarzystwo Giełd Francuskich (Societe des Bourses Francaises – SBT) oraz Izba Maklerów (Chambre Syndicale)³.

Jeszcze inna sytuacja występuje na rynku niemieckim, ze względu na związkowy charakter państwa. Nad największą giełdą niemiecką we Frankfurcie nad Menem nadzór sprawuje Izba Przemysłowo-Handlowa podlegająca Rządowi Krajowemu Hesji.

² M. Brett, *Świat finansów u progu XXI wieku*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1999, s. 334.

³ K. Nowak, *Polski rynek kapitałowy*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1998, s. 191; R. Diedrigkeit, *Rynek pieniądza i papierów wartościowych*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1993.

1.2. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW) jest instytucją specyficzną na polskim rynku kapitałowym, a specyfika ta bierze się stąd, że polskie papiery wartościowe mają nowoczesną formę, są zapisem komputerowym. Ponieważ w wielu krajach o rozwiniętym rynku kapitałowym papiery wartościowe mają postać tradycyjną, w związku z tym nie ma na tych rynkach odpowiednika takiej instytucji, przynajmniej w jej funkcji depozytowej. Oprócz funkcji depozytowej KDPW pełni funkcję izby rozrachunkowej, a takie instytucje oczywiście istnieją na rozwiniętych rynkach kapitałowych.

KDPW jest spółką akcyjną, której akcjonariuszami mogą być spółki prowadzące giełdę, domy maklerskie, spółki prowadzące rynek pozagiełdowy, Skarb Państwa, NBP oraz banki.

W sferze depozytowej do zadań KDPW należy rejestrowanie papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu oraz nadzorowanie zgodności wielkości emisji z liczbą papierów wartościowych znajdujących się w obrocie.

W sferze rozliczeń do zadań KDPW należy obsługa realizacji zobowiązań emitentów wobec uprawnionych inwestorów oraz rozliczanie transakcji zawieranych w ramach publicznego obrotu papierami wartościowymi.

Powyższe zadania KDPW wykonuje we współpracy z uczestnikami, którymi mogą być wyłącznie podmioty, które zajmują się prowadzeniem rachunków papierów wartościowych, emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu oraz niektóre krajowe instytucje finansowe. Wyróżnia się uczestników bezpośrednich i pośrednich. Od tych pierwszych wymaga się, aby ich wysokość środków własnych nie była niższa niż 1,2 mln zł (ale nie mniej niż 400 tys. ecu), a gdy uczestnik działa na własny rachunek 2,5 mln zł (nie mniej niż 730 tys. ecu)⁴.

Jak wspomniano powyżej, na rozwiniętych rynkach kapitałowych transakcje rozliczane są przez izby rozrachunkowe. Na rynku amerykańskim działa Izba Rozrachunkowa (Clearing House – CH), ale również Izba Rozrachunkowa Transakcji Opcjami (Options Clearing Corporation – OCC). Izba ta sytuuje się między pierwotnym wystawcą papieru wartościowego a jego pierwotnym nabywcą, czyli aktywnie działa na rynku wtórnym. Umożliwia to posiadaczom opcji możliwość ich zbycia w dowolnym momencie, a ich wystawcom wypowiedzenie obowiązku przekazania lub przejęcia akcji. Tak więc działalność tej instytucji wykracza poza czynności czysto rozliczeniowe.

Podobnie jest na rynku londyńskim. Na rynku terminowym Izba Rozliczeniowa zajmuje się także uzgadnianiem sprzedaży i zakupów, organizuje transakcje oraz pełni funkcję depozytową. Jest gwarantem bezpieczeństwa transakcji.

⁴ *Prawo...*, s. 86; *Prawo funduszy inwestycyjnych*, Lubelskie Wydawnictwa Prawnicze, Lublin 1999.

Na rynku japońskim Izba Rozrachunkowa Giełdy (Japan Securities Clearing Corporation) oprócz typowych funkcji izby rozrachunkowej pełni także funkcję centralnego depozytu dla akcji.

2. INSTYTUCJE RYNKOWE

Do instytucji rynkowych zaliczamy rynki giełdowe i rynki pozagiełdowe, choć na skutek działania postępu technicznego i technologicznego zaciera się różnica między obu rodzajami rynków.

2.1. Rynki giełdowe

Warszawska Giełda Papierów Wartościowych, która została reaktywowana w 1991 r., jest spółką akcyjną o kapitale akcyjnym wynoszącym 42 mln zł (60 po 700 zł). Głównym udziałowcem jest Skarb Państwa, który posiada ok. 98% akcji, a pozostałe należą do biur maklerskich i banków. Giełda powstała na podstawie ustawy uchwalonej przez Sejm Rzeczypospolitej 22 marca 1991 r., zatytułowanej: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*. Początkowo kapitał akcyjny wynosił 6 mln zł, w roku 1999 podniesiono go do 21 mln zł, a w roku 2000 do wspomnianych 42 mln zł⁵. Wzorcem dla wspomnianej giełdy była giełda francuska w Lyonie. Giełdy są jedną z najstarszych instytucji gospodarczych. Za pierwszą giełdę o znaczeniu międzynarodowym uważa się giełdę w Antwerpii, która powstała w 1531 r. Przez setki lat rynek ten rozwijał się i obrastał w zwyczaje i różnego rodzaju uregulowania prawne. Giełda zaliczana jest do rynków formalnych (regulowanych). Od początku istnienia giełda była traktowana jako neutralny rynek nie nastawiony na zysk. Tak więc akcjonariusze giełdy nie otrzymywali dywidendy. Był to jeden z żelaznych kanonów giełdowych. Giełda była także rynkiem, gdzie transakcje można było zawierać za pośrednictwem członka giełdy, a więc niezbędny był pośrednik. Giełda wreszcie miała do spełnienia kilka ważnych funkcji dla gospodarki. Po pierwsze miała mobilizować kapitał, po drugie dbać o jego transformację i po trzecie wyceniać ten kapitał.

Wracając do Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych należy stwierdzić, że działa ona na stosunkowo młodym rynku kapitałowym, a rynek ten ulega systematycznym przekształceniom, tak ilościowym jak i jakościowym.

⁵ Statut Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, GPW, 23 sierpnia 2000, s. 1.

J. Socha⁶ wyróżnia cztery fazy rozwoju tego rynku w Polsce: fazę rynku uśpionego, manipulowanego, spekulacyjnego i dojrzałego. Jego zdaniem w roku 1996 rynek kapitałowy w Polsce rozpoczął fazę rynku dojrzałego, ponieważ zmaterializowała się budowa infrastruktury instytucjonalnej i instrumentalnej. Zakończenie tego procesu przewiduje on na 2001 r. Ważnym elementem tego procesu ma być reforma systemu ubezpieczeń społecznych. Składki wpłacane do funduszy emerytalnych trafią bowiem na rynek kapitałowy, a część z nich na rynek giełdowy.

Władzami Giełdy są: Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy, Rada Giełdy, Zarząd Giełdy oraz Sąd Giełdowy. Rada Giełdy liczy 14 członków i składa się z przedstawicieli instytucji rynku kapitałowego, takich jak: banki, domy maklerskie, instytucje finansowe, izby gospodarcze oraz emitenci papierów wartościowych. Jedną z ważniejszych funkcji rady oprócz sprawowania nadzoru nad działalnością giełdy, jest dopuszczanie papierów wartościowych do obrotu giełdowego. Zarząd Giełdy składający się z 5 osób, kieruje bieżącą działalnością giełdy oraz nadzoruje działalność maklerów giełdowych i domów maklerskich w zakresie obrotu giełdowego. Istotnym elementem giełdy jest Sąd Giełdowy, który składa się z 20 sędziów i rozstrzyga ewentualne spory o prawa majątkowe pomiędzy Spółką Giełdową a akcjonariuszami.

Na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych funkcjonują trzy rynki: podstawowy, równoległy i wolny. Przypisane są im odpowiednie indeksy giełdowe: WIG (Warszawski Indeks Giełdowy), WIG 20, WIRR (Warszawski Indeks Rynku Równoległego), MIDWIG (indeks spółek średniej wielkości z rynku podstawowego) a ostatnio TECHWIG (indeks spółek informatycznych, choć nie został wyodrębniony rynek tych spółek, a których obecnie jest 15).

Notowania odbywają się w dwu systemach: w ramach tzw. jednolitego kursu dnia⁷ oraz w ramach tzw. notowań ciągłych, a więc zbliżonych do takich rozwiązań, jakie są stosowane na rozwiniętych rynkach giełdowych. Notowania takie dla rynku obligacji pojawiły się w roku 1992, a dla akcji w roku 1996 i docelowo będzie to podstawowy system notowań na Giełdzie Warszawskiej.

WGPW istnieje już ponad 9 lat. W okresie tym rozwijała się ona ilościowo i jakościowo. I tak na pierwszej sesji notowane były tylko nieliczne spółki (dokładnie 5), a obecnie jest ich ponad 200. Początkowo były to tylko akcje, wkrótce pojawiły się obligacje, prawa poboru (także

⁶ J. Socha, *Rynek, Giełda, Inwestycje*, Olympus, Warszawa 1998, s. 114; *Giełdy w gospodarce światowej*, W. Januszkiewicz (red.), PWE, Warszawa 1991,

⁷ Od listopada 2000 r. notowania te prowadzone są w dwóch wariantach (z jednym i dwoma fixingami). J. Nacewski, K. Zabielski, *Funkcjonowanie rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe Wyższej Szkoły Kupieckiej, Łódź 2000.

świadczenia udziałowe przez krótki okres) oraz instrumenty pochodne. Na początku sesje odbywały się raz na tydzień, obecnie giełda funkcjonuje tak jak większość giełd światowych, pięć dni w tygodniu, a czas sesji giełdowych wydłuża się.

W ślad za wzrostem obrotów rosła kapitalizacja giełdy, choć trzeba obiektywnie stwierdzić, że pod tym względem giełda nie należy do dużych rynków. Jest ona zaliczana do tzw. rynków wylaniających się, a i na tej liście znacznie ustępuje giełdom z Tajwanu, Brazylii, RPA i Chin. Na koniec 1997 r. kapitalizację Giełdy Warszawskiej oceniano na ok. 12 mln USD, podczas gdy kapitalizacja każdej z czterech największych giełd z listy rynków wylaniających była na poziomie znacznie przekraczającym 200 mln USD.

Na omawianym rynku wyłoniły się trzy grupy inwestorów: indywidualni, instytucjonalni oraz zagraniczni. Prowadzono badania dotyczące aktywności tych trzech grup inwestorów i okazało się, że udział inwestorów zagranicznych w handlu akcjami wynosił ok. 40%, na rynku obligacji tylko 15% a na rynku kontraktów terminowych był symboliczny. Na tym ostatnim rynku zdecydowanie dominują krajowi inwestorzy indywidualni, a ich udział przekraczał 90%.

Porównanie giełdy warszawskiej z giełdami o znaczeniu międzynarodowym wypada oczywiście niekorzystnie dla tej pierwszej. Niemniej jednak warto takiego porównania dokonać, aby ocenić, jaki dystans dzieli nas od czołówki, niekoniecznie pod względem potencjału, co jest zjawiskiem istniejącym obiektywnie, ale raczej pod względem organizacyjnym, bezpieczeństwa i dostępności do nowoczesnych rozwiązań.

Największą giełdą papierów wartościowych na świecie jest giełda nowojorska (New York Stock Exchange – NYSE). Wprawdzie w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych konkurowała z nią giełda tokijska, to w latach dziewięćdziesiątych supremacja giełdy amerykańskiej jest niepodważalna.

NYSE⁸ jest spółką akcyjną. Członkami tego rynku mogą być wyłącznie osoby fizyczne (*regular members*), które jednak reprezentują domy maklerskie i banki inwestycyjne (*member organizations*). Członkostwo giełdy się kupuje, a proces ten jest kontrolowany przez Zarząd Giełdy. Tak jak i na innych giełdach transakcje są zawierane między członkami giełdy na wydzielonych miejscach, czyli ringach. Zakres działania giełdy jest bardzo szeroki i powiększa się. Na liście zawieranych transakcji mamy transakcje kasowe (natychmiastowe) jak i terminowe (instrumentami pochodnymi). Sesje mają miejsce w dni powszednie od 0.30 do 16.00. Transakcje zawierane między członkami giełdy mają charakter ustny, a następnie są potwierdzane pisemnie. Lista uczestników rynku NYSE jest dość obszerna. I tak wyróżnić można: maklerów działających na zlecenie klienta, maklerów otrzymujących zlecenia

⁸ Na temat giełdy nowojorskiej patrz: K. Nowak, *op. cit.*, s. 186; J. Little, L. Rhodes, *Zrozumieć Wall-Street*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1994.

od innych maklerów (*floor brokers*), maklerów kursowych zajmujących się wyłącznie określonymi papierami wartościowymi (*specialists*), maklerów zawierających transakcje na własny rachunek (*competitive traders*) oraz uczestników rynku, którzy zawierają transakcje na swój rachunek (na rachunek firmy) i mają obowiązek podawania kursów celem zawężenia różnicy notowań kursów określonego papieru lub podtrzymywanie istniejące kursy (*registered competitive market makers*).

Giełda nowojorska nie posiada własnej ceduły giełdowej. Funkcję ceduły pełni komputerowy system przekazywania informacji o kursach (*tiker*) oraz informacje zawarte w „The Wall Street Journal”.

Na rynku tym istnieje system chroniący inwestorów przed nagłymi spadkami kursowymi. W kwietniu 1999 r. wprowadzono w życie mechanizm „bezpieczników” (*circuit breakers*). Polega on na zawieszeniu transakcji, gdy wystąpią określone spadki. I tak, gdy kursy spadną o 10%, transakcje zawiesza się na godzinę, gdy spadną o 20%, transakcje zawiesza się na 2 godziny, jeśli spadek jest głębszy i przekracza 30%, sesję giełdową w danym dniu zawiesza się.

Reprezentatywnym indeksem giełdy NYSE jest indeks Dow Jonesa. Powstał on w 1884 r. i od tamtej pory przechodził różne zmiany. Obecnie jest to miernik 30 największych spółek giełdowych (*blue chips*). Indeks jest własnością gazety „The Wall Street Journal” i ona decyduje, jakie spółki będą wchodzić w skład tego indeksu.

Giełda londyńska, która powstała w 1802 r., okres swojej świetności miała w latach międzywojennych. Po II wojnie światowej ustąpiła pierwszeństwa giełdzie NYSE, choć jest nadal liczącą się giełdą. Ważne wydarzenia miały miejsce w roku 1973, kiedy nastąpiło jej połączenie z giełdami regionalnymi w Birmingham, Belfaście, Glasgow, Liverpoolu i Manchesterze i powstała giełda o nazwie: „Międzynarodowa Giełda Papierów Wartościowych Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Północnej Irlandii, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością”.

Drugą ważną datą dla giełdy był rok 1986, kiedy to nastąpiły zmiany w ustawodawstwie i funkcjonowaniu tego rynku. Zmiany przeszły do historii jako Big Bang, ponieważ dotyczyły uregulowań, które obowiązywały od 1911 r. Zniesiono podział na brokerów i jobberów i od tej pory mogli oni występować w podwójnej roli (do tej pory było to niemożliwe) handlujących na własny rachunek, jak i w imieniu klientów. Inną zmianą polegała na zniesieniu opłat minimalnych i od tej pory wysokość prowizji mogła być negocjowana między biurem maklerskim i klientem. Innymi słowy, zmiany polegały na wprowadzeniu mechanizmu konkurencji, który miał podnieść sprawność funkcjonowania rynku.

Miernikiem londyńskiej giełdy jest indeks FTSE (indeks giełdy londyńskiej Financial Times). Jest to indeks 100 największych spółek giełdowych,

ważony wartością rynkową spółek. Indeks oblicza się od roku 1983 przyjmując dane z grudnia tego roku za 1000.

Giełda paryska powstała w 1724 r. i charakteryzowała się od początku wysoką koncentracją transakcji zawieranych na rynku francuskim. Obrót papierami wartościowymi na tej giełdzie prowadzony jest na trzech rynkach: urzędowym (*marche officiel*), regulowanym wolnym (*marche hors-cote*) i na rynku wtórnym (*second marche*). Najwyższe wymagania stawiane spółkom istnieją na rynku urzędowym.

Na giełdzie paryskiej stosowany jest elektroniczny system handlu: Computer Assisted Continuous Trading (CAC) w części oparty na systemie stosowanym na giełdzie w Toronto.

Izba Maklerów ogłasza urzędową cedulę po każdej sesji (*Bulletin de la Cote Officielle*), a rozliczaniem transakcji zajmuje się izba rozrachunkowa (*Societe Interprofessionnelle de Compensation des Valeurs Mobilières*). Oficjalnym indeksem giełdy paryskiej jest indeks CAC 40.

2.2. Rynki pozagiełdowe

Rynek pozagiełdowy w Polsce ma stosunkowo krótką historię. Jest on przewidziany dla spółek, które nie spełniają surowszych kryteriów dopuszczenia ich papierów wartościowych do obrotu giełdowego. Jest to również rynek regulowany i polskie prawo przewiduje, że może być organizowany wyłącznie przez spółkę akcyjną, a akcje takiej spółki muszą być imienne. Prowadzenie takiego rynku wymaga zgody Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

Inicjatorem powołania takiego rynku był Zespół Domów Maklerskich⁹. 29 stycznia 1996 r. zawiązała się spółka akcyjna Centralna Tabela Ofert SA (CeTO SA). Akcjonariuszami takiej spółki mogą być podmioty prowadzące przedsiębiorstwa maklerskie, banki i towarzystwa funduszy inwestycyjnych (pierwotnie funduszy powierniczych). Kapitał akcyjny spółki wynosi ok. 2,5 mln zł i nie spełnia wymogów postawionych przez KPWIG, a mianowicie 10 mln zł.

Obrót papierami wartościowymi na tym rynku ma charakter zdecentralizowany. Transakcje mogą być zawierane bezpośrednio między przedsiębiorstwami maklerskimi na rachunek klienta lub własny. Obrót odbywa się w ramach notowań ciągłych od poniedziałku do piątku w godzinach od 10.00 do 14.00. Cechą charakterystyczną tego rynku jest system podmiotów

⁹ Na temat rynku pozagiełdowego w Polsce patrz: T. Frankiewicz, *Publiczny, pozagiełdowy rynek papierów wartościowych*, Lege Artis, Kraków 1998, s. 50 i n.; M. Łukasiewicz, M. Gancarczyk, *Publiczny rynek pozagiełdowy*, Zachodnie Centrum Organizacji, Warszawa-Zielona Góra 1997, s. 27 i n.

organizujących rynek (*market maker's*). Celem jest podtrzymywanie płynności rynku. Organizatorzy rynku mają obowiązek podawania stałego i jednocześnie cen kupna i sprzedaży określonego papieru wartościowego oraz obowiązek przestrzegania maksymalnej rozpiętości cen między ofertami kupna i sprzedaży, a co najważniejsze obowiązek zawierania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych po podanej przez siebie cenie.

Na CeTO ciąży obowiązeki informacyjne. Służy do tego Centralna Tabela Ofert, która zawiera aktualne informacje o ofertach kupna i sprzedaży papierów wartościowych oraz o zawartych transakcjach.

CeTO jest rynkiem słabym. Słabość wynika m. in. z faktu, że nie udało się zgromadzić wymaganego kapitału akcyjnego oraz z faktu, że na rynku tym notowane są nieliczne spółki. Aktualnie notowane są 24 spółki na dwóch rynkach: centralnym i powszechnym. Na rynku tym notowane są również obligacje oraz warranty i certyfikaty inwestycyjne.

W celu wzmocnienia rynku pozagiełdowego planowane jest połączenie tego rynku z Polską Giełdą Finansową.

W przeciwieństwie do polskiego rynku pozagiełdowego ich odpowiedniki na dojrzałych rynkach kapitałowych rozwijają się niezwykle dynamicznie i w praktyce zacierają się różnice między rynkiem giełdowym i pozagiełdowym. Spektakularnym przykładem takiego rozwoju jest historia rynku amerykańskiego NASDAQ.

Krajowe stowarzyszenie Dealerów Papierów Wartościowych powołało do życia w roku 1971 rynek pozagiełdowy pod nazwą: Narodowe Stowarzyszenie Pośredników Handlujących w Systemie Automatycznych Kwotowań (National Association of Securities Dealers Automated Quotations – NASDAQ). Z założenia miał to być rynek przewidziany dla spółek, które nie spełniają wymagań rynku giełdowego, a zwłaszcza NYSE. Szybko okazało się, że powstała nowa jakość rynku nie tylko dorównująca największej giełdzie świata, ale pod pewnymi względami przewyższająca osiągnięcia giełdy nowojorskiej. Rynek ten stał się miejscem zawierania transakcji przede wszystkim papierami wartościowymi spółek nowoczesnej techniki i technologii (a więc spółki komputerowe, telekomunikacyjne, farmaceutyczne, inżynierii genetycznej i temu podobne). Znakomita większość tych spółek jest notowana na rynku NASDAQ, a nie na rynku NYSE. Co więcej, na rynku tym notowane są spółki renomowanych firm zagranicznych w liczbie ok. 400, takich jak: Toyota, Schweps, Fuji czy Ericsson. Cechą charakterystyczną tego rynku jest system konkurencji między organizującymi rynek, czyli wspomnianymi wcześniej *market maker's*. Taką rolę pełni ponad 400 firm maklerskich. Pozwala to na utrzymywanie wysokiej płynności rynku.

Rynek NASDAQ charakteryzuje się również nowoczesnością funkcjonowania samego rynku. Istnieje duża łatwość zawierania transakcji w wielu krajach świata i bez uciekania się do pośrednictwa maklerów. Zapewnia to

odpowiedni program komputerowy zainstalowany w siedzibie spółki w miejscowości Trybull w stanie Connecticut z zapasowym systemem w Rockwell w stanie Maryland.

Syntetycznym miernikiem sytuacji na rynku jest indeks NASDAQ Composite, który jest miernikiem zmian kursów ponad 5300 notowanych spółek.

Powyższe cechy rynku NASDAQ oraz potencjał reprezentowany przez niego sprawiły, że spełnia on warunki stawiane rynkom giełdowym i od początku lat dziewięćdziesiątych jest oficjalnie rynkiem giełdowym.

Odpowiedniki takich rynków o zaawansowanych rozwiązaniach technologicznych istnieją na innych rozwiniętych rynkach kapitałowych, a wiele cech tych rynków, jak choćby instytucja *market maker's* przeniknęła do rynków giełdowych. Również WGPW po wprowadzeniu pod koniec 2000 r. systemu obsługującego rynek WARSET, wprowadziła instytucję animatorów rynku.

3. INSTYTUCJE OBSŁUGUJĄCE RYNEK

Wśród instytucji obsługujących rynek omówione zostaną dwie: biura maklerskie i banki inwestycyjne. O ile te pierwsze można zaliczyć do instytucji obsługujących rynek, to banki inwestycyjne wymagają pewnego wyjaśnienia. Są to mianowicie duże biura maklerskie, które również pełnią funkcje usługowe, ale z drugiej strony bardzo często są aktywnym uczestnikiem rynku kapitałowego. W Polsce praktycznie takich banków jeszcze nie ma, a przyczyna jest prozaiczna – niedostatek kapitału.

3.1. Biura maklerskie

Biura maklerskie pełnią trzy podstawowe funkcje: pośredniczą w zawieraniu transakcji między klientem a rynkiem, doradzają klientom oraz pośredniczą na rynku pierwotnym między emitentem papierów wartościowych a ich pierwszymi nabywcami.

Prawo stanowi, że działalność maklerska może być w Polsce prowadzona wyłącznie przez spółkę akcyjną zwaną „domem maklerskim” i wymaga to zgody KPWiG. Wspomniana komisja określa zakres czynności, które mogą być wykonywane przez dom maklerski. Wśród nich wyróżnia się: nabywanie lub zbywanie papierów wartościowych na własny lub cudzy rachunek, zarządzanie cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie, doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi oraz pośrednictwo w nabywaniu lub zbywaniu papierów wartościowych w obrocie zagranicznym na rynkach regulowanych.

Działalność maklerska może być w Polsce prowadzona przez bank, choć warunkiem uzyskania zezwolenia na taką działalność jest organizacyjne i finansowe wydzielenie działalności maklerskiej w ramach banku (m. in. odrębne pomieszczenie).

Domy maklerskie mogą tworzyć izbę gospodarczą (minimum 25 domów maklerskich), a te z kolei mogą tworzyć fundusz gwarancyjny chroniący inwestorów na wypadek upadłości domu maklerskiego. Ważnym zadaniem izby jest określanie zasad uczciwego obrotu i kodyfikacja tych zasad.

W Polsce rozróżnia się maklerów i doradców inwestycyjnych (doradczy w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi). Tak więc funkcje doradcze bądź zarządzanie cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie wymaga zatrudniania przez dom maklerski wspomnianych doradców inwestycyjnych.

3.2. Banki inwestycyjne

W przyjętej w artykule konwencji przez bank inwestycyjny rozumieć będziemy duży dom maklerski, którego zakres czynności na rynku kapitałowym jest bardzo szeroki.

Genezy bankowości inwestycyjnej należy doszukiwać się w USA w latach wielkiego kryzysu gospodarczego, kiedy to uchwalono ustawę zwaną ustawą Glassa-Steagalla (*Glass-Steagall Act*), która zabraniała bankom łączenie działalności komercyjnej i inwestycyjnej. Banki, które łączyły taką działalność, musiały zdecydować się na jeden z dwu wariantów działalności.

Odmienne rozwiązania obowiązywały w Europie (tak zwany model kontynentalny). Banki europejskie prowadziły głównie działalność komercyjną (alokacja kapitałów odbywała się poprzez system depozytowo-kredytowy). Poza tym banki europejskie (w przeciwieństwie do anglosaskich) albo były państwowe, albo kontrolowane przez państwo.

Funkcje banków inwestycyjnych można zgrupować w trzy podstawowe kategorie¹⁰:

- obrót papierami wartościowymi,
- doradztwo finansowe i zarządzanie finansami,
- operacje rynku pieniężnego.

W ramach pierwszej kategorii niezwykle ważna jest działalność polegająca na gwarantowaniu emisji papierów wartościowych, czyli tak zwany *underwriting*. Inne funkcje tej kategorii to organizacja emisji papierów wartościowych dla organizacji samorządowych, fundacji itp., pośrednictwo w zakresie sprzedaży papierów wartościowych, działalność brokerska i dealerska itp.

¹⁰ Patrz: J. Konieczny, *Bankowość inwestycyjna na świecie i w Polsce*, Warszawa 1996, s. 50 i n.; K. Czerkas, R. Oppenheim, *Banki inwestycyjne*, Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu, Warszawa 1993, s. 9–13.

W drugiej kategorii warto podkreślenia jest prowadzenie takiej działalności, jak: wybór optymalnej ścieżki prywatyzacji, wykup przedsiębiorstw, łączenie przedsiębiorstw bądź ich restrukturyzacja, a nawet prowadzenie analiz bieżącej sytuacji koniunkturalnej.

W trzeciej kategorii mamy do czynienia z operacjami na rynku pieniężnym, takimi jak: obrót certyfikatami depozytowymi, zawieranie transakcji terminowych czy zawieranie transakcji typu „repo” (sprzedaż rządowych papierów wartościowych należących do banku z jednoczesnym warunkiem ich odkupienia).

Największe banki inwestycyjne na świecie to banki amerykańskie, takie jak: Merrill Lynch, Salomon Brothers, Goldman Sachs czy First Boston. Dla przykładu, ten pierwszy na liście bank udzielił gwarancji dla emitowanych papierów wartościowych w roku 1990 na kwotę 67,3 mld USD, a pozostałe wymienione na podobne kwoty.

4. INWESTORZY INSTYTUCJONALNI

W tej kategorii omówione zostaną fundusze inwestycyjne (pierwotnie znane w Polsce pod nazwą fundusze powiernicze). Ustawa z 1991 r. umożliwiła tworzenie w Polsce funduszy powierniczych otwartych, tj. takich, które zbywają i umarzają jednostki uczestnictwa.

Fundusz powierniczy stanowi wyodrębnioną finansową wspólnotę majątkową jego uczestników o zmiennej wartości i stałym przeznaczeniu gospodarczym, zarządzaną przez towarzystwo funduszy powierniczych. Na podstawie tych uregulowań powstało w Polsce ponad 40 takich funduszy z dominującym zdecydowanie na rynku funduszem Pioneer SA (80% środków ulokowanych w funduszach powierniczych w Polsce).

W 1997 r. Sejm uchwalił nową ustawę o funduszach inwestycyjnych, wprowadzając obowiązek przekształcenia się funduszy powierniczych w fundusze inwestycyjne do 21 lutego 2001 r. Istotna zmiana polega na tym, że fundusz inwestycyjny, w przeciwieństwie do powierniczego, jest osobą prawną. W ramach nowej ustawy mogą być tworzone następujące rodzaje funduszy inwestycyjnych: otwarte, otwarte specjalistyczne, zamknięte (emitują certyfikaty inwestycyjne), mieszane.

Ważną kategorią funduszy inwestycyjnych są fundusze emerytalne (otwarte albo pracownicze).

Nadzór nad funduszami inwestycyjnymi sprawuje Komisja Papierów Wartościowych i Giełd. Instytucje takie określa się mianem instytucji społecznego zaufania, ponieważ gromadzą one oszczędności, ale ich inwestowanie na rynku kapitałowym jest poza zasięgiem oddziaływania inwestorów.

Tę funkcję bierze na siebie państwo, nakładając na takie instytucje różnego rodzaju ograniczenia. I tak na przykład, funduszom emerytalnym nie wolno inwestować więcej niż 40% zgromadzonych środków w akcje, jako papier wartościowy o wysokim ryzyku.

Fundusze inwestycyjne w Polsce znajdują się na etapie wczesnego rozwoju i w przeciwieństwie do rozwiniętych rynków kapitałowych jest ich stosunkowo niewiele. Jednak rozwój samego rynku kapitałowego w Polsce będzie w poważnym stopniu uzależniony od rozwoju tego rodzaju instytucji.

Jerzy Nacewski

THE INSTITUTIONS OF CAPITAL MARKET

The main aim of the article is analysis of the functioning of institutions on capital market in Poland. The first part of the article contains presentations of the controlling institutions: the Securities and Exchange Commission and the National Deposit of Securities. In the second part the author has presend the market institutions: the Warsaw Stock Exchange and the polish over-the-counter-market. The article ends presentation of the servicing institutions: broker offices, investment banking and investment funds.