

*Ewa Feder-Sempach **

RYNKI GIEŁDOWE I ALTERNATYWNE SYSTEMY OBROTU W KRAJACH CZŁONKOWSKICH UNII EUROPEJSKIEJ

1. WSTĘP

Giełda papierów wartościowych to kluczowy element rynku finansowego w każdym kraju. W zależności od stopnia rozwoju parkietu giełdowego i jego wielkości odrywa on mniejsza lub większą rolę w gospodarce państwa i gospodarce międzynarodowej. Rynki giełdowe na świecie ulegają ciągłym zmianą, na które wpływa otoczenie gospodarcze, potrzeby inwestorów, procesy integracyjne i postępująca globalizacja oraz trendy na rynku światowym. Szczególną rolę w gospodarce światowej odgrywają giełdy papierów wartościowych w Europie, gdzie procesy integracji gospodarczej są najbardziej zaawansowane. Duże giełdy europejskie stanowią przeciwwagę dla rynków amerykańskich i azjatyckich, które wyznaczają tendencje światowe.

W ostatnich latach sytuacja na giełdowym rynku europejskim uległa znacznym zmianom po wprowadzeniu przez Unię Europejską dyrektywy MIFiD (*Markets in Financial Instruments Directive*), która ograniczyła monopol tradycyjnych giełd na rzecz nowych alternatywnych systemów obrotu – MTF (*Multilateral Trading Facilities*) lub ATS (*Alternative Trading Systems*).

Celem autorki artykułu jest prezentacja najważniejszych, klasycznych giełd funkcjonujących w Europie oraz głównych rynków alternatywnych. Zmieniająca się architektura giełdowego rynku europejskiego stawia szereg pytań o dalsze jego funkcjonowanie. Czy na skutek zniesienie monopolu tradycyjnych giełd na obrót papierami wartościowymi ich pozycja ulegnie osłabieniu na rzecz rynków alternatywnych, czy będziemy obserwować dalsze procesy konsolidacyjne giełd w Europie wprowadzające nowe i atrakcyjniejsze rozwiązania dla inwestorów?

2. KLASYFIKACJA RYNKÓW GIEŁDOWYCH I ALTERNATYWNYCH SYSTEMÓW OBROTU W UNII EUROPEJSKIEJ

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych MiFID¹ wprowadziła klasyfikację

* Dr, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, UŁ.

¹ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r., Dz. U.

trójdzielną rynków, na których może odbywać się handel papierami wartościowymi:

- rynki regulowane (tradycyjne giełdy),
- MTF-y (*Multilateral Trading Facilities*), które mogą być prowadzone przez operatorów z rynku regulowanego lub przedsiębiorstwa inwestycyjne,
- rynki prowadzone przez *Systematic Internalisers*, czyli przez przedsiębiorstwa inwestycyjne² działające na zlecenie klienta poza MTF-ami i rynkiem regulowanym.

Tabela 1

Główne rynki regulowane w Unii Europejskiej

Państwo	Nazwa rynku regulowanego	Jednostka zarządzająca
1	2	3
Austria	1. Amtlicher Handel (rynek urzędowy) 2. Geregelter Freiverkehr (drugi rynek regulowany)	Wiener Börse AG (1-2)
Belgia	1. a) Le marché Euronext Brussels/De „Euronext Brussels” markt b) Le marché des instruments dérivés d’Euronext Brussels/De markt voor afgeleide producten van Euronext Brussels 2. Le marché réglementé hors bourse des obligations linéaires, des titres scindés et des certificats de trésorerie	1. Euronext Brussel 2. Fonds des rentes
Republika Czeska	1. Rynek podstawowy 2. Rynek wolny 3. Rynek urzędowy 4. Rynek transakcji futures 4.–5. Praska giełda energii 5. Rynek transakcji spot	1.–2. Giełda praska 3. RM–SYSTEM, Giełda praska 4.–5. Praska giełda energii
Dania	1. NASDAQ OMX Copenhagen A/S — Rynek akcji — Rynek obligacji — Rynek instrumentów pochodnych 2. Dansk Autoriseret Markedsplads A/S (regulowany duński rynek dla regularnego handlu papierami wartościowymi dopuszczonymi do obrotu publicznego, ale nienotowanymi na giełdzie)	1. Copenhagen Stock Exchange 2. Dansk Autoriseret Markedsplads A/S (DAMP)
Finlandia	Arvopaperipörssi (Giełda Papierów Wartościowych) — Pörssilista (rynek urzędowy) — Pre-lista (notowania przed debiutem giełdowym) — Muut arvopaperit –lista (notowania innych papierów wartościowych)	NASDAQ OMX Helsinki Oy
Francja	1. Euronext Paris 2. MATIF 3. MONEP 4. BlueNext	Euronext Paris (1–4)

L 145, 30/04/2004 P. 0001 – 0044, http://www.mifid.com.pl/docs/Dyrektywa_2004-39-WE_PL.pdf, 16.08.2011.

² Celem przedsiębiorstwa inwestycyjnego jest świadczenie profesjonalnych usług inwestycyjnych i/lub prowadzenie działalności inwestycyjnej.

Niemcy	1. Börse Berlin (Regulierter Markt) 2. Düsseldorfer Börse (Regulierter Markt) 3. Frankfurter Wertpapierbörse (Regulierter Markt) 4. Eurex Deutschland 5. Hanseatische Wertpapierbörse Hamburg (Regulierter Markt, Startup market) 6. Niedersächsische Börse zu Hannover (Regulierter Markt) 7. Börse München (Regulierter Markt) 8. Baden-Württembergische Wertpapierbörse (Regulierter Markt) 9. European Energy Exchange 10. Tradegate Exchange	1. Börse Berlin AG 2. Börse Düsseldorf AG 3. Deutsche Börse AG 4. Eurex Frankfurt AG 5. BöAG Börsen AG 6. BöAG Börsen AG 7. Bayerische Börse AG 8. Börse-Stuttgart AG 9. European Energy Exchange AG, Leipzig 10. Tradegate Exchange GmbH, Berlin
Niderlandy	1. a) Euronext Amsterdam Cash Market: — NYSE Euronext Amsterdam b) Euronext Amsterdam Derivatives Market — NYSE Liffe Amsterdam 2. Endex	1. NYSE Euronext (International) BV, NYSE Euronext (Holding) BV, Euronext NV, en Euronext Amsterdam NV 2. APX-ENDEX Derivatives B.V.
Polska	1. Rynek podstawowy 2. Rynek równoległy 3. Regulowany rynek pozagiełdowy	1 i 2 Warszawska Giełda Papierów Wartościowych 3. BondSpot SA
Szwecja	1. Nasdaq OMX Stockholm — regulowany rynek akcji i instrumentów finansowych równoważnych akcjom — regulowany rynek instrumentów pochodnych — regulowany rynek obligacji i instrumentów finansowych równoważnych obligacjom 2. Nordic Growth Market NGM — regulowany rynek akcji i instrumentów finansowych równoważnych akcjom — regulowany rynek instrumentów finansowych innych niż akcje lub równoważne akcjom 3. Burgundy — regulowany rynek warrantów, certyfikatów, produktów strukturyzowanych i jednostek funduszu inwestycyjnych	1. NASDAQ OMX Stockholm AB 2. Nordic Growth Market NGM AB 3. Burgundy AB
Wielka Brytania	1. EDX 2. PLUS Stock Exchange 3. The London International Financial Futures and Options Exchanges (LIFFE) 4. NYSE Euronext London 5. The London Metal Exchange 6. Intercontinental Exchange — ICE Futures Europe 7. London Stock Exchange — rynek regulowany	1. EDX London Limited 2. PLUS Markets Group plc 3. i 4. LIFFE Administration and Management 5. The London Metal Exchange Limited 6. ICE Futures Europe 7. London Stock Exchange

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej, opatrzone komentarzem zestawienie rynków regulowanych i przepisów krajowych w zakresie wdrażania odnośnych wymogów dyrektywy MiFID, <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2011:209:0021:0028:PL:PDF>

Listę rynków regulowanych można znaleźć w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej, główne rynki regulowane przedstawiono w tab. 1, a główne rynki alternatywne prowadzone w ramach MTF lub jako segmenty rynku regulowanego w tab. 2.

Tabela 2

Główne rynki alternatywne w Unii Europejskiej

Państwo/Giełda	Rynek	Alternatywny system obrotu (MTF)/ Rynek regulowany (RM)	Data powstania
Hiszpania/BME	MAB (Segment 1 Collective investment companies)	MTF	2006
	MAB (Segment 2 Private equity)	MTF	2007
	MAB (Segment 3 SMEs)	MTF	2008
Włochy/Borsa Italiana	STAR	RM	2001
	Mercato Expandi	RM	1997
	Mercato Alternativo del Capitale	MTF	2007
Niemcy/Deutsche Börse	Entry Standard	RM	2005
Irlandia/Irish SE	Irish Enterprise Exchange	MTF	2005
Słowenia/Lubiana SE	Semi-official	RM	
Wielka Brytania/LSE	AIM	MTF	1995
Luksemburg/ Luxembourg SE	Euro MTF	MTF	2005
Niderlandy/NYSE Euronext	NextPrime	RM	2002
	NextEconomy	RM	2002
	Alternext	MTF	2005
Państwa nordyckie i bałtyckie/NASDAQ OMX	First North	MTF	2005
Polska/Warszawa SE	NewConnect	MTF	2007
Austria/Wiener Börse	Second Regulated Market	RM	1989
	Third Market	MTF	2002

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Alternative Markets/Segments in equity analysis*, www.fese.be

Rynek kapitałowy w Europie jest jednym z najbardziej rozwiniętych i znaczących rynków na świecie. Analizując dane zawarte w tab. 1 i 2 można stwierdzić, iż państwa Unii Europejskiej mają bardzo bogatą ofertę inwestycyjną jeżeli chodzi o klasyczne rynki regulowane i alternatywne. Wiodącą rolę wśród rynków regulowanych zajmuje Giełda Papierów Wartościowych w Londynie, NYSE Euronext i Giełda Papierów Wartościowych we Frankfurcie nad Menem oraz giełdy z grupy OMX. Ta sama sytuacja dotyczy rynków alternatywnych tworzonych głównie z myślą o sektorze małych i średnich przedsiębiorstw, gdzie czołowe pozycje należą również do rynków prowadzonych przez wspomniane główne giełdy europejskie. Najważniejsze rynki giełdowe oraz główne rynki alternatywne zostały dokładnie opisane w dalszej części opracowania z pominięciem rynków prowadzonych przez przedsiębiorstwa inwestycyjne, których rola jest znacząco mniejsza w porównaniu do rynków prowadzonych przez giełdy.

3. RYNKI GIEŁDOWE W EUROPIE

3.1. London Stock Exchange

Londyn to największy ośrodek finansowy w Europie i jedna ze światowych stolic finansowych. O dużym znaczeniu Londynu decyduje rozwój gospodarczy Wielkiej Brytanii wraz z najistotniejszym elementem brytyjskiego systemu finansowego, giełdą London Stock Exchange. Londyński parkiet w rankingach światowych zajmuje z reguły czwarte miejsce pod względem wielkości mierzonej kapitalizacją³ po Giełdzie Papierów Wartościowych w Nowym Jorku (NYSE Euronext), rynku NASDAQ OMX i Giełdzie Papierów Wartościowych w Tokio (TSX Group). Popularność giełdy londyńskiej wynika z tego, iż jest uznawana za jeden z najbardziej efektywnych rynków kapitałowych na świecie. Londyn to rynek międzynarodowy o wysokiej przejrzystości, dużej płynności i jasnych regulacjach prawnych. W Londynie notowane są wszystkie rodzaje papierów wartościowych pochodzące z Wielkiej Brytanii i całego świata. Dominującą rolę odgrywa jednak rynek akcji i derywatów.

Struktura rynku na giełdzie w Londynie jest dość złożona. Dwa główne segmenty rynku akcji to rynek podstawowy – Main Market i rynek alternatywny – Alternative Investment Market (AIM). Obrót instrumentami dłużnymi odbywa się na rynku regulowanym – Regulated Market i na Professional Security Market. Transakcje na rynku terminowym zawierane są na London's Equity Derivate Exchange (EDX London). Należy podkreślić, że EDX obsługuje również rynki skandynawskie, rynek holenderski i rynek Hong Kongu.

³ Klasyfikacje według World Federation of Exchanges, Domestic Market Capitalization, Statistics, <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2010/equity-markets/domestic-market-capitalization>, 16.08.2011.

Głównym indeksem GPW w Londynie jest FTSE 100 (*Financial Times Stock Exchange 100 Index*). Obejmuje on 100 spółek o najwyższej kapitalizacji, reprezentujących około 80% kapitalizacji rynku brytyjskiego. Rewizja indeksu następuje co kwartał a przynależność spółki do londyńskiego „footsie” ma wymiar prestiżowy. W skład indeksu wchodzi największe korporacje brytyjskie jak British Airways czy Tesco. Poziom FTSE jest podawany w większości serwisów gospodarczych na całym świecie.

Gięlda Papierów Wartościowych w Londynie jest największa w Europie, co wynika również z faktu silnej pozycji Wielkiej Brytanii w gospodarce Unii Europejskiej. Gięlda w Londynie przetrwała już wiele kryzysów gospodarczych, dysponuje bogatym doświadczeniem i marką rozpoznawalną na całym świecie, która przyciąga firmy i inwestorów ze wszystkich kontynentów⁴.

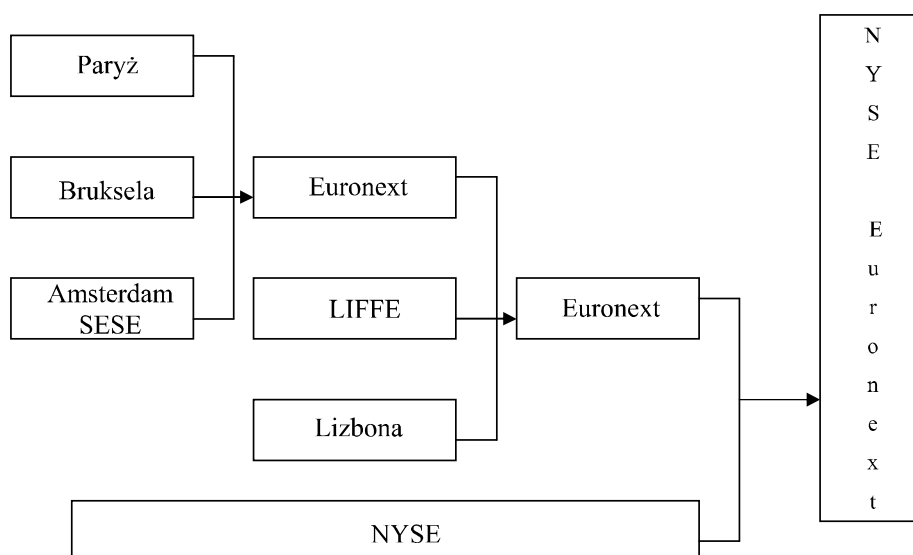
3.2. NYSE Euronext

NYSE Euronext to holding giełdowy, który składa się z części europejskiej – Euronext i części amerykańskiej – NYSE. Jest to największy rynek akcji na świecie i pierwszy w pełni zintegrowany, publiczny ponadnarodowy rynek kapitałowy. Połączone siły największej giełdy NYSE z europejskim parkietem Euronext to wspólne zaangażowanie w tworzenie ponadnarodowych regulacji nad rynkiem giełdowym i procesami globalizacji na świecie. Na potrzeby niniejszego opracowania dokładnie zostanie przedstawiona tylko europejska część grupy NYSE Euronext, której strukturę przedstawia rys. 1.

Paneuropejski parkiet Euronext powstał 22.09.2000 r. na skutek połączenia giełd w Amsterdamie, Brukseli i Paryżu. W październiku 2001 r. Euronext przejął londyńską giełdę instrumentów pochodnych – London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE). W 2002 r. do sojuszu dołączyła giełda portugalska Lisbon – Porto Stock Exchange (Euronext Lisbon). Integrację rynków w ramach Euronext zakończono poprzez wprowadzenie pojedynczych platform obrotu na rynku kasowym NSC (fr. *Nouveau Système de Cotation*) oraz na rynku instrumentów pochodnych LIFFE CONNECT w 2004 r. Za kluczowy moment integracji rynków narodowych działających w ramach Euronext uznaje się stworzenie Eurolist, wspólnego rynku, na którym notowane są spółki z Amsterdamu, Brukseli, Lizbony i Paryża. Niemniej jednak, spółka debiutująca na Euronext musi wybrać jeden z czterech krajów jako miejsce swojego IPO. Fakt ten wynika z innych uregulowań prawnych obowiązujących w poszczególnych krajach tworzących Euronext⁵.

⁴ A. Piekarczyńska, *Giełda papierów wartościowych w Wielkiej Brytanii – London Stock Exchange*, [w:] U. Ziarko-Siwiek (red.), *Giełdy kapitałowe w Europie*, Wyd. CeDeWu, Warszawa 2007/2008, s. 1746.

⁵ J. Truszkowski, *Euronext*, [w:] U. Ziarko-Siwiek (red.), *Giełdy kapitałowe...*, s. 47–83.



Rysunek 1. Struktura NYSE Euronext

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. Truszkowski, *Euronext*, [w:] U. Ziarko-Siwek (red.), *Giełdy kapitałowe w Europie*, Ce-de wu, Warszawa 2007/2008, s. 82.

Spółki notowane na Eurolist są układane w alfabetycznej kolejności i oznaczane symbolami A, B lub C w zależności od wielkości kapitalizacji rynkowej. Dodatkowo giełda wprowadziła dwa segmenty NextPrime i NextEconomy. Pierwszy segment NextPrime przeznaczony jest dla spółek prowadzących działalność gospodarczą uznana za tradycyjną, a NextEconomy dla spółek nowych technologii. Na Euronext oprócz akcji notowane są niemal wszystkie rodzaje instrumentów finansowych, takich jak obligacje, certyfikaty inwestycyjne, warran-ty, ETF-y, instrumenty pochodne.

Indeksy giełdowe obliczane w oparciu o dane z Euronext można podzielić na cztery rodzaje: krajowe, międzynarodowe, europejskie i specjalnie dla dwóch segmentów NextEconomy oraz NextPrime. Najpopularniejszym indeksem krajowym jest CAC40 (*Cotation Assistée en Continua*) obrazujący sytuację na Euronext w Paryżu. Indeks wskazuje na zmiany cen 40 spółek o największej kapitalizacji, obliczany jest od 1987 r.⁶

Celem utworzenia ponadnarodowej giełdy Euronext było stworzenie podmiotu mogącego konkurować z Giełdą Papierów Wartościowych w Londynie (LSE). Taki kształt rynku jest również wynikiem postępującej globalizacji rynków finansowych i procesom integracyjnym w Europie. Główną korzyścią dla inwestorów jest większa oferta produktów finansowych, spadek części opłat związanych

⁶ Tamże, s. 67–73.

z obrotem i zwiększenie transparentności rynku giełdowego. Euronext jest największą giełdą w Europie kontynentalnej, na której ceny walorów finansowych podawane są w euro, co stanowi jeden z głównych atutów tego rynku.

3.3. Deutsche Borse

Deutsche Borse AG to międzynarodowa spółka, która jest zarządcą i operatorem Frankfurckiej Giełdy Papierów Wartościowych (*FWB Frankfurter Wertpapierbörse*). W Deutsche Borse Group 41% udziałów posiadają akcjonariusze z USA, 32% jest w rękach inwestorów brytyjskich i 18% w rękach inwestorów z Niemiec. Spółka posiada 25 oddziałów na świecie. Grupa Deutsche Borse formalnie pełni funkcję operatora Giełdy Papierów Wartościowych we Frankfurcie nad Menem. Do grupy należy również giełda instrumentów pochodnych Eurex oraz system rozliczeniowy Clearstream. GPW we Frankfurcie to największy parkiet w Niemczech⁷ i centrum finansowe dla Europy Środkowej i Wschodniej.

Giełda papierów Wartościowych we Frankfurcie prowadzi dwa rynki oficjalny rynek regulowany i nieoficjalny rynek regulowany. Pierwszy z rynków podlega prawu wspólnotowemu Unii Europejskiej. Na FWB notowane są akcje, obligacje, warianty, hipoteczne listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i ETC – Exchange Traded Commodities. Instrumenty finansowe są notowane w dwóch systemach. Pierwszy to system handlu parkietowego a drugi to używany również w innych krajach system elektroniczny Xetra. System Xetra została zaadoptowany przez szereg giełd partnerskich np. giełdę we Wiedniu i Budapeszcie, jest to system transakcyjny o zasięgu europejskim. Dzięki temu systemowi rynek akcji w Niemczech otworzył się na inwestorów z zagranicy⁸. Najbardziej znanym indeksem GPW we Frankfurcie nad Menem jest DAX. DAX jest indeksem obliczanym na podstawie trzydziestu największych spółek niemieckich należących do segmentu Prime Standard.

FWB to trzecia pod względem wielkości giełda w Europie, po London Stock Exchange i Euronext. Właściciel giełdy grupa Deutsche Borse to ekspansywny gracz na europejskim rynku kapitałowym. Grupa zakładała konsolidację w regionie i próbowała przejąć min. LSE i GPW w Warszawie. Deutsche Borse jest bezpośrednim konkurentem dla NYSE Euronext o ambicjach międzynarodowych.

3.4. NASDAQ OMX

NASDAQ OMX⁹ jest najbardziej międzynarodowa grupa giełdowa – połączono parkiety z kilkunastu państw, na których notowane są firmy reprezentujące ponad 50 krajów. Na potrzeby niniejszego opracowania dokładnie zostanie

⁷ FWB ma 90% udziału w obrocie na rynku kapitałowym w Niemczech.

⁸ P. Nowicki, *Giełda Papierów Wartościowych w Niemczech – Deutsche Borse*, [w:] U. Ziarko-Siwiek (red.), *Giełdy kapitałowe ...*, s. 101–126.

⁹ 25.05. 2007 r. NASDAQ kupił akcje sojuszu skandynawskiego OMX.

przedstawiona tylko europejska część grupy NASDAQ OMX, tak jak w przypadku NYSE Euronext. W europejskiej części grupy (OMX *Exchanges*) funkcjonuje 12¹⁰ rynków, głównie z rejonu morza Bałtyckiego. Do sojuszu OMX należą:

- Kopenhaska Giełda Papierów Wartościowych,
- Sztokholmska Giełda Papierów Wartościowych,
- Helsińska Giełda Papierów Wartościowych,
- Giełda Papierów Wartościowych w Tallinie,
- Ryska Giełda Papierów Wartościowych,
- Wileńska Giełda Papierów Wartościowych,
- Giełda Papierów Wartościowych w Reykjavíku,
- Giełda Papierów Wartościowych w Erywaniu,
- Giełda Papierów Wartościowych w Oslo,
- Giełda Papierów Wartościowych w Armenii.

Europejska część grupy OMX *Exchanges* to część sojuszu strategicznego giełd nordyckich i skandynawskich NOREX. Połączone giełdy oferują obrót papierami wartościowymi w obrębie jednego systemu transakcyjnego z ujednoliconymi notowaniami i indeksami giełdowymi. Model łączący giełdy bałtyckie i nordyckie to korzyści dla emitentów oraz inwestorów. Spółki notowane na OMX mogą liczyć na inwestorów zagranicznych ze względu na większą przejrzystość rynku wynikającą z przynależności do grupy giełd i oferowanie wielu alternatywnych metod alokacji kapitału.

Grupa OMX opiera się na wielu nowoczesnych rozwiązaniach związanych z transformacją kapitału na rynkach giełdowych, grupa OMX korzysta z platformy *Genium INET Trading*. Na rynku notowane są akcje, obligacje, instrumenty pochodne oparte o towary i inne aktywa, produkty strukturyzowane i ETF-y¹¹. Podział notowanych instrumentów jest uwarunkowany zróżnicowaniem podmiotów, których walory są notowane, czego skutkiem jest wydzielenie dwóch list nordyckiej i bałtyckiej.

Najbardziej reprezentatywnym dla grupy OMX indeksem jest OMX Nordic 40. W jego skład wchodzi 40 najbardziej płynnych i największych spółek z listy nordyckiej – Kopenhaga, Helsinki, Sztokholm. Grupa giełdowa publikuje również indeksy lokalne dla poszczególnych rynków¹².

Giełda OMX jest podobna w swojej strukturze organizacyjnej do Euronext, jednak pod względem kapitalizacji jest od niej mniejsza. Obecnie grupa OMX

¹⁰ Wliczając *First North*, rynek alternatywny i N2EX/UK, towarowy rynek kontraktów *futures* na energię.

¹¹ NASDAQ OMX Launches Genium INET Web Trade, a Web Based Trading Application With Pre-Trade Limits, press release, http://www.nasdaq.com/newsroom/news/newsroom-newsStory.aspx?textpath=pr2011\ACQPMZ201103070800PRIMZONEUSPRX___215549.htm&year=03/07/2011%20+8%3A00AM

¹² M. Bobrowicz, *OMX Group*, [w:] U. Ziarko-Siwek (red.), *Giełdy kapitałowe...*, s. 181–211.

jest głównym kanałem dostępu do nordyckich i bałtyckich rynków finansowych. Giełda ma pozycję lidera, którą stara się nieustannie umacniać, wprowadzając nowe rozwiązania dotyczące transakcji finansowych i pogłębiając integrację z giełdami regionu.

4. RYNKI ALTERNATYWNE W EUROPIE

4.1. AIM

AIM – Alternative Investment Market w Londynie jest pierwszym rynkiem alternatywnym o światowym znaczeniu. AIM jest rynkiem prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Londynie LSE. Rynek powstał w 1995 r. i był dedykowany małym i średnim firmom brytyjskim, o dużym potencjale wzrostu. Celem utworzenia AIM było to, aby różnił się on znacząco od rynku głównego (*LSE Main Market*). Od roku 2002 AIM zaczął przyciągać firmy zagraniczne, głównie z krajów Brytyjskiej Wspólnoty Narodów. Na rynku obecne są również spółki amerykańskie, dla których był on tańszy i mniej skomplikowany niż rynki w Stanach Zjednoczonych. AIM jest uznawany za rynek bardziej elastyczny dostosowujący się do potrzeb przedsiębiorstw i inwestorów, głównie ze względu na łagodniejsze kryteria dopuszczeniowe. AIM nie wymaga od emitentów udokumentowanej historii, wcześniejszych notowań na giełdzie, minimalnego poziomu kapitalizacji czy określonej struktury¹³.

System regulacyjny na AIM bazuje na podmiotach nazywanych Nomads (*Nominated Advisers*), które można nazywać zamiennie uprawnionymi doradcami czy autoryzowanymi doradcami. Uprawniony doradca gwarantuje zasadność emisji akcji spółki na AIM i czuwa nad spełnianiem przez nią kryteriów wymaganych przez giełdę¹⁴.

Wśród najbardziej znanych indeksów obliczanych na AIM można wskazać trzy: FTSE AIM All-Share, FTSE AIM 100, FTSE AIM UK 50. Pierwszy indeks składa się ze wszystkich spółek notowanych na AIM, drugi ze 100 największych, a trzeci z 50 największych przedsiębiorstw brytyjskich. Jest to najszybciej rozwijający się rynek alternatywny na świecie, który umożliwia debiut firmom międzynarodowym. AIM oferuje prestiż i międzynarodowy rozgłos oraz szybki i łatwy dostęp do kapitału potrzebnego na rozwój skierowany dla inwestorów

¹³ E. Feder-Sempach, *Rynki alternatywne w strefie euro i Unii Europejskiej a NewConnect – analiza porównawcza*, [w:] J. B i l s k i, E. Feder-Sempach (red.), *Wybrane problemy funkcjonowania unii gospodarczej i walutowej*, Wyd. UŁ, Łódź 2010, s. 37–39.

¹⁴ E. Feder-Sempach, *New Connect i inne alternatywne rynki dla sektora MŚP w Europie*, [w:] K. J a j u g a (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki rynek finansowy*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011, s. 185–187.

nastawionych na wzrost wartości spółki, nie na wypłacanie dywidendy. AIM jest wzorem do naśladowania przez giełdy europejskie, a sam rynek rozrzedza swoją działalność na rynkach wschodnich¹⁵.

4.2. Alternext

Rynek alternatywny Alternext został uruchomiony w Paryżu 17.05.2005 r. jako oferta giełdy Euronext (obecnie NYSE Euronext), skierowana do sektora małych i średnich przedsiębiorstw¹⁶. Alternext uznawany jest za rynek referencyjny strefy euro, pozycjonowany przez giełdę NYSE Euronext jako unikatowy wariant w świecie inwestycji. Emitentem na rynku mogą być europejskie i pozaeuropejskie spółki prowadzące działalność gospodarczą od dwóch lat oraz decydujące się na udostępnienie w wolnym obrocie akcji o wartości minimalnej 2,5 miliona euro. Celem Alternext jest rynek o zminimalizowanych wymaganiach dla emitentów ale również rynek przejrzysty dla inwestorów. Od przedsiębiorstw notowanych na Alternext wymaga się aby podawały do publicznej wiadomości wszystkie informacje, które mogą mieć wpływ na cenę ich akcji. Każda ze spółek może sobie wybrać miejsce emisji spośród rynków należących do Euronext w Belgii, Francji, Portugalii lub Holandii¹⁷.

Aby zwiększyć zaufanie inwestorów do notowanych na Alternext spółek wprowadzono funkcję *listing sponsora*, czyli autoryzowanego doradcy. Jest to podmiot, który ma zapewnić trwałą współpracę emitenta z rynkiem alternatywnym Alternext. Podstawowa rola *listing sponsor* to przygotowanie spółki do emisji akcji oraz zapewnienie inwestorom dostępu do informacji o spółce¹⁸. Najbardziej popularnym indeksem obliczanym na Alternext jest Alternext All-Share. Indeks odzwierciedla zmiany cen wszystkich spółek notowanych na rynku Alternext.

Rynek Alternext jest prezentowany przez giełdę NYSE Euronext jako unikatowy wariant w świecie inwestycji, bo niesie ze sobą wiele korzyści dla uczestników obrotu giełdowego. Sukcesem Alternext jest bycie czołowym rynkiem alternatywnym dla małych i średnich przedsiębiorstw w strefie euro. Przyczyn tego sukcesu można szukać w tym, że Alternext znacznie bardziej stara się chronić interesy inwestorów, chociażby w porównaniu z brytyjskim konkurentem AIM. Dodatkowo emitenci nie obawiają się niskiej płynności ze względu na ponadnarodowy charakter organizatora obrotu NYSE Euronext.

¹⁵ W 2009 r. powstał Tokio AIM jako *joint venture* Tokyo Stock Exchange i London Stock Exchange.

¹⁶ Giełda NYSE Euronext określa Alternext jako rynek *tailor-made market*, czyli rynek usztyty na miarę potrzeb i możliwości małych i średnich przedsiębiorstw w strefie euro.

¹⁷ E. Feder-Sempach, *Rynki alternatywne...*, s. 39–40.

¹⁸ J. Truszkowski, *Euronext*, s. 60.

Niekwestionowanym atutem Alternext jest funkcjonowanie w strefie euro, co skutkuje eliminacją ryzyka walutowego i ujednoliconą polityką monetarną oraz europejski wymiar rynku¹⁹.

4.3. Entry Standard

Entry Standard to regulowany rynek akcji prowadzony przez Deutsche Borse jako segment rynku otwartego (*Open Market*), przeznaczony dla małych i średnich przedsiębiorstw. Entry Standard został utworzony 25.10.2005 r. i jest uznawany za rynek alternatywny. Entry Standard oferuje emitentom dostęp do rynku kapitałowego, przy niewielkich zobowiązaniach formalnych (brak wymagań co do czasu działania i wielkości kapitalizacji) oraz prostej, szybkiej i taniej procedurze wejścia. Entry Standard proponuje szybki i tani dostęp do kapitału przy ograniczonych wymaganiach formalnych, co stanowi o tym, że jest atrakcyjny dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Rynek jest skierowany głównie do młodych emitentów, ale działają na nim również firmy z ugruntowaną pozycją. Dodatkowo rynek Entry Standard może być traktowany jako sposób wyjścia z inwestycji dla inwestorów typu *private equity* czy *venture capital*²⁰.

Entry Standard podlega prawu prywatnemu opracowanemu przez właściciela i operatora rynku Deutsche Borse AG i określany jest jako rynek prowadzony przez giełdę (*Exchange Regulated Market*)²¹. Dla emitentów to mniejsze wymagania informacyjne, a dla inwestorów wyższe ryzyko inwestycyjne. Właściciel obrotu kładzie duży nacisk na dostęp do informacji, dlatego emitenci mają obowiązek publikowania wszystkich informacji na swoich stronach internetowych. Dodatkowo obrót jest monitorowany przez Federalny Urząd Nadzoru Finansowego pod kątem nadużyć i wykorzystywaniu poufnych informacji. Akcjami notowanymi na Entry Standard obraca się w ramach platformy Xetra, tak jak na Giełdzie Papierów Wartościowych we Frankfurcie nad Menem. Emitenci są zobowiązani do współpracy z *Deutsche Börse Listing Partner*, czyli autoryzowanym doradcą, który wspiera spółki i pracuje nad ich reputacją i rozwojem na rynku giełdowym. Dla rynku alternatywnego obliczane są dwa indeksy Entry Standard i Entry All-Share. Indeks Entry Standard zawiera 30 spółek, które mają najwyższe obroty a Entry All-Share wszystkie spółki notowane w ramach Entry Standard²².

Znaczącym walorem rynku Entry Standard jest funkcjonowanie w ramach jednego z najważniejszych ośrodków handlu papierami wartościowymi w Europie, jakim jest Frankfurt nad Menem. Silna pozycja Deutsche Borse, właściciela rynku, na tle rynków giełdowych w Europie wpływa na duży potencjał i szybkość rozwoju Entry Standard.

¹⁹ Ł. Porębski, *Rynki alternatywne na świecie*, cz.3, www.ncbiuletyn.pl

²⁰ P. Nowicki, *Giełda papierów wartościowych...*, s. 110.

²¹ *Regulated Unofficial Market of the Frankfurt Stock Exchange*.

²² E. Feder-Sempach, *New Connect i inne...*, s. 188–189.

4.4. First North

First North jest rynkiem alternatywnym sojuszu grupy giełd skandynawskich i bałtyckich NASDAQ OMX. Jest to północnoeuropejski odpowiednik londyńskiego AIM oraz europejskiego Alternext. Rynek rozpoczął działalność w 2005 r. w Danii. W 2006 zaczął funkcjonować w Szwecji, z czasem rozszerzył swą działalność o Finlandię i Islandię. First North używa tej samej infrastruktury i sieci dystrybucji jak NASDAQ OMX Nordic. Operacje finansowe dokonywane są w koronach szwedzkich, duńskich, islandzkich i euro.

First North przeznaczony jest dla firm zainteresowanych wejściem na rynek kapitałowy, ale nie spełniających warunków wymaganych przy debiucie na rynku regulowanym NASDAQ OMX. First North to rynek umożliwiający dostęp do kapitału małym i średnim przedsiębiorstwom nie tylko dużym firmą z ugruntowaną pozycją. Spółki obecne na First North mają takie same możliwości, jak duże przedsiębiorstwa notowane na rynku głównym, jednakże regulacje i bariery wejścia nie są aż tak restrykcyjne. Na First North oprócz akcji mogą być również notowane warranty przedsiębiorstw oraz obligacje zamienne. Tak jak w przypadku innych alternatywnych rynków europejskich od przedsiębiorstw wymagana jest współpraca z autoryzowanym doradcą. Najpopularniejszy indeks dla First North to First North All-Share, którego wartość jest podawana dla akcji notowanych w koronach duńskich, euro, koronach islandzkich i szwedzkich²³.

Tak samo jak w przypadku rynku Alternext, główną zaletą First North jest przynależność do sojuszu giełd nordyckich i bałtyckich OMX. Grupa OMX to zintegrowany rynek, dostarczający nowe, zaawansowane technologie, przywódca regionu. Głównym celem stworzenia rynku alternatywnego First North było przygotowanie notowanych na nim spółek do notowań na głównych parkietach grupy OMX²⁴.

5. PODSUMOWANIE

W artykule zostały przedstawione najważniejsze rynki regulowane i alternatywne w krajach członkowskich Unii Europejskiej po wprowadzeniu dyrektywy MiFID, która zliberalizowała rynek kapitałowy w Europie. Zmiany jakie nastąpiły po wprowadzeniu dyrektywy spowodowały pojawienie się nowego konkurenta dla klasycznych giełd papierów wartościowych jakim są rynki alternatywne. Można powiedzieć, że jest to próba znalezienia przeciwwagi dla amerykańskiego rynku pozagiełdowego NASDAQ w Europie. Rynek pozagiełdowy NASDAQ jest skierowany do sektora małych i średnich przedsiębiorstw, sektora

²³ M. Bobrowicz, *OMX Group*, s. 195.

²⁴ E. Feder-Sempach, *New Connect i inne...*, s. 190.

innowacyjnego promującego nowe technologie. Takie właśnie cele przyświecają tworzeniu alternatywnych platform obrotu w krajach członkowskich Unii. Opisane zostały główne rynki regulowane, czyli największe giełdy papierów wartościowych w Europie i główne rynki alternatywne, które są prowadzone przez giełdy. Największe, klasyczne giełdy w Europie to nadal LSE, Euronext, FWB i giełdy z grupy OMEX. Największe rynki alternatywne są prowadzone przez największe giełdy i są to: AIM, Alternext, Entry Standard i FirstNorth.

Po głębszej analizie przeobrażeń jakie nastąpiły w architekturze rynku giełdowego w Unii Europejskiej okazuje się, że nowy konkurent, czyli rynek alternatywny, nie jest groźny, bo najważniejsze MTF-y są prowadzone przez główne giełdy europejskie. Po przyjrzeniu się sytuacji na giełdach europejskich można stwierdzić, iż wprowadzenie dyrektywy MiFID przyczyniło się raczej do podziału rynku giełdowego na klasyczny rynek regulowany, o dużym walorze prestiżowym i MTF skierowany do małych i średnich przedsiębiorstw prowadzony przez tę samą instytucję, jaką jest giełda. Znaczenie rynków prowadzonych przez przedsiębiorstwa inwestycyjne w Europie jest na dzień dzisiejszy niewielkie ale ich pozycja może ulec zmianie.

Ewa Feder-Sempach

STOCK MARKETS AND MULTILATERAL TRADING FACILITIES IN EU'S MEMBER COUNTRIES

The main objective of this article is to present the main stock exchanges and alternative markets in European Union's countries after MiFID implementation. The special attention is put to London Stock Exchange, NYSE Euronext, Deutsche Borse and NASDAQ OMX Group as a leaders. This paper analyses the structure of the European capital market after the MTF (*Multilateral Trading Facilities*) appearance. It seems that typical regulated markets should compete with MTF's but they are only dividing the market.