

Wpływ wielostronnych platform obrotu na funkcjonowanie europejskiego rynku kapitałowego

Magdalena Mosionek-Schweda*

Streszczenie: *Cel* – Celem opracowania jest analiza oraz ocena wpływu powstania i rozwoju wielostronnych platform obrotu (MTF) na funkcjonowanie europejskich rynków akcji.

Metodologia badania – Praca powstała w oparciu o studia literaturowe, analizę aktów prawnych, dane pozyskane ze stron internetowych badanych platform obrotu oraz światowej i europejskiej federacji giełd papierów wartościowych.

Wynik – Pojawienie się nowych platform obrotu wymusiło na tradycyjnych giełdach podjęcie działań zmierzających do zwiększenia atrakcyjności ich oferty, celem – co najmniej – utrzymania dotychczasowej pozycji w strukturze rynku kapitałowego. W efekcie wiele giełd obniżyło wysokość opłat transakcyjnych, wydłużyło godziny obrotu, zmodernizowało systemy transakcyjne. Nie ulega wątpliwości, że tworzenie i rozwój platform MTF istotnie wpłynęło na strukturę rynków papierów wartościowych, jak również pobudziło konkurencję, co skutkuje innymi poprawą jakości usług giełdowych oraz obniżeniem kosztów transakcyjnych.

Oryginalność/wartość – Problematyka funkcjonowania wielostronnych platform obrotu (alternatywnych systemów obrotu) jest dość często poruszana w literaturze przedmiotu ze względu na liczne zmiany zachodzące w tym obszarze obserwowane od kilku lat. Większość publikacji podejmuje jednak kwestie funkcjonowania takich systemów tworzonych przez giełdy papierów wartościowych. Niniejsze opracowanie skupia się przede wszystkim na platformach MTF organizowanych przez przedsiębiorstwa inwestycyjne.

Słowa kluczowe: alternatywne systemy obrotu, giełdy papierów wartościowych, Dyrektywa MiFID

Wprowadzenie

Od kilkunastu lat na rynkach finansowych zachodzą niezwykle dynamiczne procesy, determinujące zmiany w warunkach funkcjonowania praktycznie wszystkich ich uczestników, w tym zwłaszcza narodowych giełd papierów wartościowych, cieszących się przez długie dekady pozycją niemal monopolisty na krajowych rynkach kapitałowych. Globalizacja, deregulacja, automatyzacja rynków, jak również pojawienie się nowych instrumentów finansowych oraz platform obrotu zmieniły otoczenie rynkowe i wzmogły konkurencję na rynkach finansowych. Na rynku europejskim dostrzegalne jest to szczególnie od 2007 roku, po wejściu w życie Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych (tzw. Dyrektywy

* dr Magdalena Mosionek-Schweda, Wydział Ekonomiczny, Instytut Handlu Zagranicznego, Zakład Międzynarodowych Rynków Finansowych, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot, e-mail: magdams@ug.edu.pl.

MiFID), która umożliwiła tworzenie tzw. wielostronnych platform obrotu (*multilateral trading facilities*, MTF). W krótkim czasie na zdominowanych dotychczas przez giełdy rynkach kapitałowych zaczęły pojawiać się nowe, alternatywne systemy obrotu (ASO) zarządzane przez przedsiębiorstwa inwestycyjne, oferujące obrót akcjami notowanymi na tradycyjnych giełdach, zapewniające jednocześnie szybszy czas realizacji zleceń oraz niskie opłaty transakcyjne. Groźba utraty pozycji tradycyjnych giełd na rzecz MTF bardzo szybko stała się faktem. W 2014 roku 28% obrotów akcjami w Europie odbywało się na MTF, a Chi-X Europe (obecnie BATS Chi-X Europe), po niespełna trzech latach funkcjonowania, stała się jedną z największych platform obrotu akcjami w Europie, ustępując tylko nieznacznie grupie London Stock Exchange (LSE). W efekcie giełdy zostały zmuszone do podjęcia działań przeciwdziałających utracie obrotów i przeniesieniu przez inwestorów zleceń na platformy MTF.

Celem opracowania jest analiza oraz ocena wpływu powstania i rozwoju wielostronnych platform obrotu na funkcjonowanie europejskich rynków akcji. Praca powstała w oparciu o studia literaturowe, analizę aktów prawnych, dane pozyskane ze stron internetowych badanych platform obrotu oraz światowej i europejskiej federacji giełd papierów wartościowych.

1. Geneza i istota wielostronnych platform obrotu

Pierwsze europejskie alternatywne systemy obrotu, prowadzone przez giełdy papierów wartościowych, obok głównych, regulowanych rynków, pojawiły się w latach 70. XX wieku¹, jednakże w unijnym porządku prawnym ich status został uregulowany dopiero w 2004 roku na mocy Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych (tzw. Dyrektywa MiFID). Do tego momentu powszechnie uznawano, że ASO to różnego rodzaju zautomatyzowane platformy obrotu, niemieszczące się w kategorii tradycyjnych giełd papierów wartościowych (Mazurkiewicz, Prucnal-Ziółkowska 2005: 23). W Dyrektywie MiFID używa się terminologii: wielostronna platforma obrotu (*multilateral trading facility*) wskazując, iż jest to wielostronny system organizowany przez przedsiębiorstwo inwestycyjne lub podmiot gospodarczy, zgodnie z określonymi z góry przez operatora tego systemu zasadami (regułami innymi niż uznaniowe), w ramach którego kojarzone są oferty nabycia i zbycia instrumentów finansowych w sposób skutkujący zawarciem transakcji. Ważnym zapisem w powyższej definicji jest określenie dwóch kategorii podmiotów uprawnionych do organizowania MTF – z jednej strony są to przedsiębiorstwa inwestycyjne (domy maklerskie i banki inwestycyjne), a z drugiej – podmioty gospodarcze kojarzące transakcje strony trzeciej w dziedzinie kupna i sprzedaży instrumentów finansowych, czyli tradycyjne giełdy papierów wartościowych (rynków regulowane w rozumieniu Dyrektywy MiFID) (Tomaszewski 2011).

¹ Więcej na ten temat zob. Mosionek-Schweda (2015).

Wśród cech charakterystycznych systemów MTF, wyróżniających je na tle parkietów giełdowych, znajdują się przede wszystkim niższe koszty obrotu², krótszy czas realizacji transakcji³ oraz możliwość zaoferowania inwestorom dostępu na jednej platformie do instrumentów finansowych notowanych na kilku giełdach. Dodatkowymi atutami MTF są także dłuższe godziny funkcjonowania czy dopuszczanie do obrotu papierów nienotowanych na giełdach (Tomaszewski 2011). Z drugiej jednak strony, nadal pewne usługi pozostają domeną tradycyjnych giełd i nie są świadczone przez MTF. Większość MTF specjalizuje się w obrocie akcjami i innymi instrumentami udziałowymi (np. funduszami ETF), zatem inwestorzy nie mogą korzystać z tych platform w przypadku np. instrumentów pochodnych. Po drugie, MTF nie świadczą usług związanych z wprowadzaniem instrumentów do obrotu, stąd podmioty planujące debiut lub chcące wprowadzić instrumenty do obrotu na rynku zorganizowanym nadal muszą korzystać z oferty giełd papierów wartościowych (Dunkley 2011).

2. Rozwój platform MTF na terenie Unii Europejskiej

Według danych Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities... 2015) na koniec kwietnia 2015 roku w państwach członkowskich Unii Europejskiej funkcjonowały 152 platformy obrotu papierami wartościowymi mające status MTF w rozumieniu Dyrektywy MiFID, zorganizowane i zarządzane zarówno przez giełdy, jak i przedsiębiorstwa inwestycyjne (European Securities... 2015). Najwięcej platform MTF (aż 74) było zarejestrowanych w Wielkiej Brytanii, w dalszej kolejności w Niemczech (14), Włoszech (9), Belgii (8) oraz Francji (6). W bazie ESMA widnieją również trzy polskie platformy MTF: NewConnect (rynek obrotu instrumentami udziałowymi) oraz dwa subrynki prowadzone przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S. (GPW) i BondSpot SA w ramach systemu obrotu instrumentami dłużnymi Catalyst (platformom tym poświęcono dalszą część niniejszego opracowania).

Wspólną cechą MTF jest organizowanie obrotu akcjami najbardziej płynnych spółek, dla których pierwotnym rynkiem notowania jest jedna z tradycyjnych giełd papierów wartościowych. Są one zatem bezpośrednim konkurentem krajowych giełd w walce o organizację obrotu najbardziej atrakcyjnymi instrumentami finansowymi (Tomaszewski 2011). Mimo krótkiej historii funkcjonowania MTF (pierwsza taka platforma Chi-X powstała w 2007

² Przykładowo, uruchomiony w 2007 roku system Chi-X Europe pobierał od inwestorów opłatę w wysokości 0,003% wartości obrotu. W tym samym czasie londyńska giełda pobierała opłatę wynoszącą 0,0075% wartości obrotu, obniżając ją w kolejnym roku do poziomu 0,0045%. Z kolei uruchomiona w listopadzie 2013 roku platforma Aquis Exchange pobiera od klientów stałą opłatę subskrypcyjną, która nie jest prowizją od wartości zawartych transakcji, lecz jest naliczana na podstawie oczekiwanej skali działalności.

³ W 2007 roku czas przekazania zlecenia w systemie Chi-X Europe był 10-krotnie krótszy niż na tradycyjnych giełdach i wynosił około 10 milisekund w warunkach wysokiego wolumenu obsługiwanych transakcji. Do roku 2010 uległ dalszemu skróceniu do zaledwie 300 mikrosekund. W tym okresie czas transferu zlecenia w systemie TradeElect giełdy londyńskiej wynosił 2,7 milisekundy (2700 mikrosekund) (Tomaszewski 2011).

roku), bardzo szybko stały się ważnym elementem europejskich rynków finansowych, ustępując tylko nieznacznie giełdom krajowym pod względem wartości i wolumenu obrotu instrumentami udziałowymi (zob. tab. 1). W styczniu 2009 roku pierwszą trójkę rynków akcji pod względem obrotów stanowiły w Europie: NYSE Euronext, London Stock Exchange i Deutsche Börse. Rok później na drugiej pozycji w tym zestawieniu znalazła się Chi-X, odnotowując w tym czasie wzrost obrotów z 44 mld euro do 108 mld euro (na giełdach obroty zmniejszyły się wówczas średnio o 5%). Dwa kolejne MTF-y: BATS Europe i Turquoise, z obrotami odpowiednio 30 mld euro i 20 mld euro, znalazły się na dziewiątym i dziesiątym miejscu wśród 27 europejskich rynków (Uraziński 2010). Według danych z marca 2015 roku, na BATS Chi-X Europe wygenerowano obroty o wartości 257 365 mln euro. Na drugiej pozycji znalazła się grupa LSE (238 399 mln euro), a na trzeciej Euronext (177 161 mln euro). W tym czasie Turquoise osiągnęła obroty w wysokości 90 046 mln euro, plasując się na piątej pozycji w zestawieniu rynków europejskich opracowanym przez Europejską Federację Giełd Papierów Wartościowych (Federation... 2015).

Tabela 1

Udział giełd i platform MTF w obrotach akcjami na giełdach w Europie według stanu na dzień 30.04.2015 roku (%)

Rynek	Giełda krajowa	BATS Chi-X Europe	Turquoise	Pozostałe MTF
Londyn	59,25	21,69	14,20	4,86
Frankfurt	60,45	27,64	9,22	2,69
Paryż	60,93	26,29	7,39	5,39
Zurych	68,69	19,78	6,34	5,19
Mediolan	76,92	14,18	5,69	3,21
Amsterdam	61,58	25,32	8,12	4,98
Madryt	73,40	19,97	4,07	2,56
Sztokholm	63,05	26,15	6,40	4,40
Helsinki	61,03	24,56	8,40	6,01
Kopenhaga	66,47	22,00	8,25	3,28
Oslo	63,54	23,10	5,99	7,37
Bruksela	61,19	26,05	7,01	5,75
Lizbona	68,69	17,99	7,62	5,70
Wiedeń	76,88	17,07	5,16	0,89
Dublin	69,50	14,07	15,63	0,80

Źródło: opracowanie własne na podstawie BATS Global Markets... (2015).

Również analiza udziału platform MTF w obrotach akcjami z głównych narodowych indeksów (skupiających instrumenty najbardziej płynnych i największych spółek) potwierdza, że krajowe giełdy papierów wartościowych zyskały poważnych konkurentów, którzy istotnie zagrozili ich dotychczasowej monopolistycznej pozycji (zob. tab. 2).

Tabela 2

Udział giełd i platform MTF w obrotach akcjami z głównych indeksów giełd europejskich według stanu na dzień 30.04.2015 roku (%)

Indeks	Giełda krajowa	BATS Chi-X Europe	Turquoise	Pozostałe MTF
FTSE100	57,10	22,72	15,56	4,62
DAX	57,20	29,79	10,18	2,83
CAC40	60,18	27,35	7,55	4,92
SMI	65,94	21,78	6,95	5,33
FTSE MIB	75,52	15,09	6,18	3,21
AEX	60,46	26,19	8,23	5,12
IBEX 35	72,99	20,50	4,16	2,35
OMXS30	60,32	27,82	7,04	4,82
FTSE250	59,45	21,31	11,51	7,73
OMXH25	60,55	24,82	8,56	6,07
MDAX	60,24	28,53	8,09	3,14
CACNext20	59,46	25,82	8,13	6,59
OMXC20	65,37	22,58	8,64	3,41
BEL20	61,25	26,39	7,58	4,78
OBX	62,81	23,53	6,12	7,54

Źródło: opracowanie własne na podstawie BATS Global Markets... (2015).

Zdecydowanymi liderami w gronie MTF są dwie platformy: BATS Chi-X Europe oraz Turquoise. Pierwsza z nich powstała w wyniku połączenia w listopadzie 2011 roku dwóch funkcjonujących wcześniej platform: Chi-X Europe i BATS Europe. Jak wspomniano powyżej, platforma Chi-X Europe była pierwszym paneuropejskim wielostronnym systemem obrotu instrumentami finansowymi w rozumieniu Dyrektywy MiFID. Została utworzona w marcu 2007 roku przez firmę brokerską Instinet. Wkrótce udziały w platformie objęło konsorcjum, w skład którego weszły takie instytucje finansowe, jak: BNP Paribas, Citadel, Citigroup, Credit Suisse, Fortis, GETCO Europe Ltd, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Optiver, Société Générale oraz UBS. Rozwój Chi-X Europe był niezwykle dynamiczny – platforma oferowała dostęp do ponad 1300 instrumentów finansowych notowanych na 15 narodowych giełdach, stając się w 2010 roku największym zorganizowanym systemem obrotu. Swoją pozycję umocniła w wyniku połączenia z BATS Europe – drugą wówczas największą platformą MTF w Europie, która powstała 31 października 2008 roku. Transakcja kupna przez BATS Global Markets (operatora BATS Europe) udziałów w Chi-X Europe (warta około 300 mln euro) została sfinalizowana 30 listopada 2011 roku. Obecnie wspólna platforma pod nazwą BATS Chi-X Europe oferuje dostęp do ponad 3600 instrumentów finansowych notowanych na 15 europejskich giełdach papierów wartościowych (BATS Trading Limited... 2015). W maju 2013 roku Brytyjski Urząd ds. Usług Finansowych (*Financial Conduct Authority*, FCA) przyznał jej status giełdy (Hadfield 2013), co

oznacza między innymi możliwość skorzystania z tzw. jednolitego paszportu i świadczenia usług na terenie wszystkich państw członkowskich Unii Europejskiej.

W sierpniu 2008 roku powstała kolejna platforma MTF – Turquoise. Założycielem było konsorcjum dziewięciu banków inwestycyjnych: BNP Paribas, Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Société Générale oraz UBS. Niespełna półtora roku później, 60% udziałów platformy przejęła londyńska giełda papierów wartościowych (40% udziałów pozostało w rękach dotychczasowych właścicieli) (BBC News... 2009). Turquoise oferuje dostęp do ponad 4300 instrumentów finansowych notowanych zarówno na europejskich, jak i amerykańskich rynkach finansowym. Poza akcjami, możliwy jest tu obrót fuduszami ETF (*Exchange Traded Funds*), globalnymi kwitami depozytowymi (*Global Depositary Receipts*), amerykańskimi kwitami depozytowymi (*American Depositary Receipts*), itp. (London Stock... 2015).

Wśród paneuropejskich wielostronnych platform obrotu można odnaleźć również polskie akcenty. Wprawdzie w bazie ESMA znajdują się trzy polskie platformy MTF, mają one jednak charakter krajowy. Warszawska GPW ma jednak swój udział w rynku paneuropejskich MTF dzięki objęciu udziałów w Aquis Exchange. Starania w tym zakresie zostały podjęte w 2013 roku, gdy GPW podpisała umowę objęcia akcji nowej emisji brytyjskiej spółki Aquis Exchange Limited (funkcjonującej od października 2012 roku⁴), która wówczas planowała organizować MTF. Platforma Aquis Exchange została ostatecznie uruchomiona w listopadzie 2013 roku, a w lutym 2014 roku GPW SA sfinalizowała proces nabycia 384 025 akcji Aquis Exchange Limited, dający prawo do 30% głosów na walnym zgromadzeniu oraz taki sam udział w zyskach spółki (Giełda Papierów Wartościowych... 2015). Aquis Exchange umożliwi obrót akcjami 407 firm z 12 europejskich państw (Belgii, Danii, Finlandii, Francji, Niemiec, Włoch, Holandii, Norwegii, Portugalii, Szwecji, Szwajcarii i Wielkiej Brytanii). Docelowo platforma planuje oferować akcje ponad 1,2 tys. spółek z 14 zachodnioeuropejskich rynków (nie przewiduje jednak wejścia na rynek polski). Cechą wyróżniającą Aquis Exchange od innych platform MTF ma być przede wszystkim innowacyjny system pobierania opłat, oparty na abonamencie, a nie – tak jak na większości rynków – na opłacie uzależnionej od wolumenu obrotu (Aquis Exchange... 2015b). Zaangażowanie GPW w Aquis Exchange jest wyrazem realizacji długoterminowej strategii giełdy, której celem jest „(...) zwiększenie dywersyfikacji źródeł przychodów GPW, wzmocnienie marki i pozycji giełdy na międzynarodowych rynkach finansowych, a tym samym dalsze umacnianie roli warszawskiej giełdy jako wiodącego ośrodka finansowego w regionie Europy Środkowej i Wschodniej” (Giełda Papierów Wartościowych... 2015). Biorąc pod uwagę krótki okres funkcjonowania Aquis, na ocenę, czy inwestycja w tę platformę była dobrą decyzją, jest jeszcze za wcześnie. Wprawdzie pierwszy rok działania Aquis zamknął się stratą netto w wysokości 22,2 mln zł, to jednak dane z początku 2015 roku wskazują na możli-

⁴ Warto dodać, iż założycielem Aquis Exchange był Alasdair Haynes, który w latach 2009–2012 pełnił funkcję prezesa Chi-X Europe.

wą poprawę sytuacji. W marcu 2015 roku obroty na Aquis osiągnęły wartość nieco ponad 3 mld euro i był to najlepszy dotychczas wynik (dla porównania, w grudniu 2014 roku było to niespełna 1,4 mld euro). Najwięcej obrotów generują transakcje zwarte na instrumentach notowanych na giełdach w Londynie, Zurychu, Frankfurtcie i Mediolanie (w marcu 2015 roku było to odpowiednio: 955 mln euro, 533 mln euro, 451 mln euro, 430 mln euro (Aquis Exchange... 2015a)).

Jak wynika z powyższych danych, platformy MTF w krótkim czasie stały się poważnym zagrożeniem monopolistycznych pozycji giełd narodowych. Najbardziej narażone na utratę obrotów są rynki, na których dominują inwestorzy zagraniczni. Dla nich niższe koszty zawierania transakcji oraz szybsze systemy transakcyjne stanowią dużą zachętę do przeniesienia swoich zleceń z giełdowych parkietów na platformy alternatywne. W przypadku warszawskiej GPW wydawało się, że problem ten nie jest tak istotny, jak np. dla giełdy czeskiej czy węgierskiej, bowiem przez wiele lat w strukturze inwestorów dominowali tu inwestorzy krajowi, wśród których połowę obrotów generowali inwestorzy indywidualni, dla których platformy MTF nie są dostępne. Od 2010 roku obserwuje się jednak zmiany w kierunku wzrostu znaczenia inwestorów zagranicznych oraz spadku krajowych inwestorów indywidualnych (Giełda Papierów Wartościowych... 2014). Co więcej, skupione początkowo na głównych rynkach zachodnioeuropejskich, platformy MTF zaczynają stopniowo rozszerzać swoją działalność wchodząc na rynki Europy Środkowo-Wschodniej. Brytyjska platforma Liquidnet Europe ma w swojej ofercie akcje notowane na polskiej giełdzie, Turquoise rozpoczęła działalność w Czechach i na Węgrzech, a izba rozliczeniowa EMCF podpisała umowę z Deutsche Bank na rozrachunek transakcji w Warszawie, Budapeszcie i Pradze, dzięki czemu NASDAQ-OMX Europe może rozpocząć handel instrumentami notowanymi na tych rynkach (Uraziński 2010). Rosnące zagrożenie utraty obrotów na rzecz MTF, ale również zaostrzona w ostatnich latach konkurencja między giełdami, skutkowałą również koniecznością podjęcia przez zarządzających warszawską GPW szeregu działań przeciwdziałających marginalizacji polskiej giełdy.

3. Polskie wielostronne platformy obrotu

W polskim porządku prawnym stosowane jest pojęcie „alternatywnego systemu obrotu”. Zostało ono zdefiniowane w Ustawie z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Zgodnie z art. 3 tejże ustawy, alternatywnym systemem obrotu jest wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych organizowany poza rynkiem regulowanym przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany.

Jak wspomniano powyżej, w bazie ESMA znajdują się trzy polskie platformy uznane za MTF w rozumieniu Dyrektywy MiFID, w tym dwie prowadzone przez GPW (NewConnect

oraz detaliczny segment Catalyst) oraz jedna zarządzana przez BondSpot SA⁵ (hurtowy segment Catalyst). Nie mają one jednak charakteru paneuropejskich platform umożliwiających obrót instrumentami notowanymi na kilku rynkach, jak w przypadku opisanych powyżej BATS Chi-X Europe czy Turquoise. Główną cechą NewConnect czy segmentów ASO funkcjonujących w ramach Catalyst jest mniejszy zakres obowiązujących regulacji w porównaniu do rynku regulowanego. Celem tych platform jest z jednej strony umożliwienie szerokiego gronu emitentów pozyskania funduszy w drodze emisji instrumentów finansowych na zorganizowanym rynku kapitałowym, a z drugiej – zaoferowanie inwestorom nowych form lokowania kapitału. Stworzenie tych platform jest również efektem działań podejmowanych przez GPW w związku z rosnącą konkurencją na rynkach kapitałowych, z tego względu warto pokrótce przyjrzeć się efektywności ich funkcjonowania.

Pierwszym rynkiem alternatywnym w Polsce był, powstały 30 sierpnia 2007 roku, NewConnect. Funkcjonuje on obok głównego, regulowanego rynku GPW. Obydwa parkiety korzystają z tego samego systemu transakcyjnego (od 15 kwietnia 2013 roku systemu UTP, wcześniej Warset), mają wspólnego organizatora i są przeznaczone do obrotu udziałowymi instrumentami finansowymi, jednak działają jako dwa niezależne od siebie rynki, różniące się przede wszystkim zakresem regulacji obowiązujących debiutujące i notowane spółki. Zgodnie z założeniami GPW, NewConnect ma być miejscem pozyskania kapitału szczególnie przez małe i średnie przedsiębiorstwa, o dużych perspektywach wzrostu, reprezentujących innowacyjne sektory. Biorąc pod uwagę tak określony profil emitentów, zakres regulacyjny obowiązujący na tym rynku musiał być dostosowany do ich specyfiki i możliwości sprostania. Początkowo, by zachęcić emitentów do wejścia na NewConnect, określono jedynie minimalne wymogi formalne wobec debiutantów: posiadanie statusu spółki akcyjnej bądź komandytowo-akcyjnej, korzystanie z pomocy autoryzowanego doradcy oraz obowiązek sporządzenia dokumentu informacyjnego (zamiast prospektu emisyjnego). Do notowań mogły zostać dopuszczone zarówno podmioty rozpoczynające działalność, jak i spółki z wieloletnim doświadczeniem. Brak określonej minimalnej kapitalizacji otworzył rynek giełdowy na podmioty należące do sektora małych i średnich przedsiębiorstw, które nie posiadały znacznych aktywów trwałych, prowadzące działalność głównie w oparciu o wartości niematerialne i prawne (Mosionek-Schweda 2013: 348). Niewielkie wymogi formalne przyciągały kolejne przedsiębiorstwa zainteresowane pozyskaniem kapitału poprzez emisję i sprzedaż akcji na giełdowym parkiecie i mimo niesprzyjających warunków panujących na rynkach kapitałowych na skutek kryzysu finansowego, NewConnect rozwijał się w szybkim tempie. Po zaledwie sześciu latach, liczba spółek notowanych na NewConnect przewyższyła liczbę emitentów na rynku regulowanym. Kolejne upadłości spółek oraz

⁵ Spółka BondSpot SA powstała z inicjatywy ponad 20 największych polskich banków i domów maklerskich w styczniu 1996 roku pod nazwą Centralna Tabela Ofert SA. Od listopada 2000 roku znajduje się w grupie kapitałowej GPW SA. W maju 2004 roku weszła w alians strategiczny z grupą MTS, przyjmując wówczas nazwę MTS-CeTO SA. Począwszy od dnia 18 września 2009 roku, funkcjonuje pod nazwą BondSpot SA. Zob. (BondSpot... 2013: 2).

niewielka aktywność inwestorów wpłynęły na decyzję organizatora rynku o zastrzeniu obowiązujących przepisów. W latach 2012–2013 wprowadzono m.in. kary finansowe dla nierzetelnych emitentów, zwiększono obowiązki informacyjne oraz doprecyzowano wymagania odnośnie zawartości dokumentów informacyjnych. Począwszy od 1 marca 2013 roku, co najmniej 15% akcji spółki, która chce wejść na NewConnect po raz pierwszy, musi znajdować się w posiadaniu co najmniej dziesięciu akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu. Z kolei od 1 czerwca 2013 roku wprowadzono obowiązek dołączenia do dokumentu informacyjnego sprawozdania finansowego za ostatni rok obrotowy, zbadanego przez biegłego rewidenta, co oznacza brak możliwości debiutu spółek funkcjonujących krócej niż okres wymagany do przedstawienia takiego dokumentu. Po drugie, wprowadzono kryterium minimalnej wartości kapitału własnego spółki w wysokości 500 tys. zł, przy czym w tej wartości może zawierać się kapitał przyszłej rejestracji akcji objętych w wyniku przeprowadzonej oferty (Mosionek-Schweda, Spychała-Krzyszak 2015).

Mimo zastrzenia wymogów wobec debiutujących i notowanych spółek, NewConnect nadal pozostaje bardziej dostępnym i tańszym źródłem pozyskania kapitału niż główny parkiet warszawskiej giełdy. Niemniej jednak efekty zmian wprowadzonych w regulacjach są już dostrzegalne w podstawowych statystykach rynku. W 2014 roku po raz pierwszy odnotowano spadek liczby notowanych instrumentów, od 2012 roku obserwuje się zmniejszenie liczby debiutów i jednocześnie wzrost liczby wycofanych z parkietu spółek (zob. tab. 3). NewConnect od początku funkcjonowania napotykał problemy z niewielką i pogarszającą się płynnością. O ile emitenci chętnie korzystali z możliwości emisji akcji i wejścia do obrotu, o tyle inwestorzy nie byli zainteresowani lokowaniem tu kapitału, postrzegając ten rynek jako zbyt ryzykowany, mało przejrzysty, skupiający spółki o słabej jakości.

Tabela 3

Podstawowe statystyki rynku NewConnect w latach 2007–2014

Parametr	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Liczba notowanych instrumentów	24	84	107	185	351	429	445	431
w tym zagraniczne	0	1	2	3	7	8	11	10
Liczba debiutów	24	61	26	86	172	89	42	22
Liczba wycofań	0	1	3	8	6	11	26	36
Kapitalizacja – spółki krajowe (mln zł)	1 185	1 396	2 457	4 971	8 384	10 805	10 445	8 752
Kapitalizacja – spółki zagraniczne (mln zł)	0	41	97	167	104	283	583	370
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	152	420	581	1 847	1 954	1 303	1 226	1 435
Wartość NCIndex	1 441,70	381,90	497,00	634,40	416,20	332,60	366,01	290,36
Stopa zwrotu NCIndex (%)	44,17	-73,51	30,14	27,65	-34,39	-20,09	10,05	-20,67

Źródło: opracowanie własne na podstawie NewConnect... (2015).

Kolejne dwa ASO na polskim rynku kapitałowym pojawiły się 30 września 2009 roku wraz z uruchomieniem systemu obrotu instrumentami dłużnymi zwanego Catalyst. Rynek ten składa się z czterech subrynków: dwóch platform zarządzanych przez GPW SA, tj. rynku regulowanego oraz ASO skierowanych do inwestorów detalicznych oraz dwóch rynków prowadzonych przez BondSpot SA, tj. rynku regulowanego oraz ASO przeznaczonych dla inwestorów hurtowych (wartość transakcji dokonywanych na tych rynkach musi wynosić co najmniej 100 tys. zł) (Giełda Papierów Wartościowych... 2010). Wszystkie platformy Catalyst przeznaczone są do obrotu obligacjami skarbowymi oraz nieskarbowymi instrumentami dłużnymi emitowanymi przez przedsiębiorstwa, banki spółdzielcze oraz jednostki samorządu terytorialnego. Niewątpliwym atutem Catalyst jest jego dostępność dla spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, które w polskich realiach gospodarczych stanowią zdecydowaną większość ze względu na niższe koszty prowadzenia działalności. Alternatywne systemy obrotu w ramach Catalyst stwarzają, szczególnie małym i średnim przedsiębiorstwom, szansę na pozyskanie kapitału z rynku publicznego, który może być doskonałą alternatywą w stosunku do innych źródeł finansowania (np. kredytów bankowych, leasingu), dając przy tym dodatkowe korzyści: status giełdowej spółki publicznej, co przekłada się na wzrost prestiżu podmiotu, promocję oraz lepsze postrzeganie emitenta przez kontrahentów, klientów i jego otoczenie, a w związku z tym często łatwiejszy dostęp do kapitałów. Catalyst może być również alternatywą dla tych spółek, które chcą skorzystać z możliwości, jakie daje upublicznienie, a jednocześnie nie chcą zmieniać formy prawnej na spółkę akcyjną lub preferują finansowanie kapitałem dłużnym bardziej niż udziałowym (Mosionek-Schweda, Spychała-Krzyszak 2015).

Tabela 4

Podstawowe statystyki rynku Catalyst w latach 2009–2014

Parametr	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	169,97	751,06	1 214,31	1 665,95	2 757,18	2 327,83
Liczba transakcji sesyjnych	318	4 300	29 978	42 323	60 101	64 084
Wartość obrotów w transakcjach pakietowych (mln zł)	4 978,79	255,20	1 279,90	1 355,77	1 573,21	788,20
Liczba transakcji pakietowych	73	43	215	213	395	268
Liczba serii, w tym:	47	109	268	384	467	526
notowane	35	97	246	361	442	517
autoryzowane	12	12	22	23	25	9
Wartość emisji (mln zł), w tym:	10 690,79	21 552,76	531 651,77	567 364,66	619 218,93	544 588,06
notowane	10 649,29	21 508,10	531 587,51	567 299,10	619 148,63	544 559,36
autoryzowane	41,50	44,67	64,26	65,56	70,31	28,70
Liczba debiutów (serii)	35	69	146	173	196	191
Liczba emitentów (notowanych)	13	48	100	156	176	193

Źródło: opracowanie własne na podstawie Catalyst... (2015).

Analizując podstawowe statystyki Catalyst, obserwuje się wzrost zainteresowania ofertą tego rynku zarówno ze strony emitentów, jak i inwestorów⁶ (zob. tab. 4). Po nieco ponad pięciu latach funkcjonowania Catalyst, na koniec 2014 roku, notowano 517 serii papierów wartościowych wyemitowanych przez 193 emitentów. Wartość całego rynku wyniosła nieco ponad 544,5 mld zł. Catalyst jest jednak zdominowany przez obligacje skarbowe. Bez uwzględniania emisji Skarbu Państwa (notowanych na parkietach regulowanych) wartość rynku zmniejsza się do kwoty zaledwie 64 mld zł, z czego prawie 61 mld zł stanowią obligacje korporacyjne, a zaledwie 3 mld zł obligacje municypalne. W gronie 193 emitentów obecnych w notowaniach na Catalyst na koniec 2014 roku, znajdowało się 172 emitujących obligacje korporacyjne. Wyłączając z tego grona banki spółdzielcze oraz banki hipoteczne, grupę emitentów obligacji korporacyjnych tworzyło 148 podmiotów, wśród których znajdowały się zarówno duże, znane spółki (np. PGNiG SA, PKN Orlen SA), jak również mniejsze spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, głównie firmy inwestycyjne oraz prowadzące działalność na rynku obrotu nieruchomości. Rozwój Catalyst daleki jest od założeń i oczekiwań organizatorów, chociaż nie ulega wątpliwości, iż system ten stanowi ciekawą alternatywę i uzupełnienie rynku kapitałowego zdominowanego przede wszystkim przez instrumenty udziałowe. Dłużne papiery wartościowe mają bowiem wiele zalet zarówno dla emitentów, jako źródło pozyskiwania funduszy na finansowanie działalności, jak i dla inwestorów, jako instrument inwestorski umożliwiający dywersyfikację portfela inwestycyjnego.

Uwagi końcowe

Polskie alternatywne systemy obrotu są jednym z przykładów nowych rynków tworzonych przez europejskie giełdy w odpowiedzi na konkurencję na rynkach finansowych, dostrzeżalną coraz bardziej wraz z pojawieniem się kolejnych platform MTF organizowanych przez przedsiębiorstwa inwestycyjne. Zachodzące na rynkach finansowych zmiany wymusiły na giełdach podjęcie działań zmierzających do zwiększenia atrakcyjności ich oferty, celem – co najmniej – utrzymania dotychczasowej pozycji w strukturze rynku finansowego. Wiele giełd obniżyło wysokość opłat transakcyjnych, wydłużyło godziny obrotu, zmodernizowało systemy transakcyjne. Niektóre giełdy poszły krok dalej i nabyły udziały w platformach MTF (przykład zaangażowania warszawskiej GPW w Aquis Exchange czy grupy LSE w Turquoise). Nie ulega wątpliwości, że pojawienie się platform MTF istotnie zmieniło strukturę rynków kapitałowych, jak również pobudziło konkurencję skutkującą między innymi poprawą jakości usług giełdowych oraz obniżeniem kosztów transakcyjnych.

⁶ Należy zauważyć, że tak duży wzrost wartości emisji odnotowany w 2011 roku wynikał z wprowadzenia na Catalyst obligacji skarbowych, które wcześniej pozostawały poza tym rynkiem – początkowo zakładano bowiem, że Catalyst będzie przeznaczony wyłącznie do obrotu nieskarbowymi instrumentami dłużnymi.

Literatura

- Aquis Exchange (2015a), *Monthly Statistics, March 2015*, www.aquis.eu/sites/default/files/statistics/Aquis%20Exchange%20monthly%20statistics%2003.2015_0.pdf (1.05.2015).
- Aquis Exchange (2015b), *Profile, Background, Markets*, www.aquis.eu/company/about-us (1.05.2015).
- BATS Global Markets (2015b), *Market data, April 30 2015*, www.batstrading.co.uk/market_data/market_share/market/all/2015-04-30 (1.05.2015).
- BATS Trading Limited (2015), *BATS Chi-X Europe – A Pan-European Exchange*, www.batstrading.co.uk/about (1.05.2015).
- BBC News (2009), *LSE reveals takeover of Turquoise*, <http://newsvote.bbc.co.uk/2/hi/business/8423955.stm> (1.05.2015).
- BondSpot SA (2013), *Najlepsze miejsce do obrotu obligacjami w Polsce*, Warszawa.
- Catalyst (2015), *Statystyki roczne*, www.gpwcatalyst.pl/statystyki_roczne (1.05.2015).
- Dunkley E. (2011), *Pan-Europe vs. the Nationals. Multilateral trading facilities continue to take market share from national exchanges*, „The Wall Street Journal”, www.wsj.com (1.05.2015).
- Dyrektiva 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca Dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i Dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca Dyrektywę Rady 93/22/EWG, Dz.Urz. UE z 30.04.2004.
- European Securities and Markets Authority (2015), *Multilateral Trading Facilities*, <http://mifidatabase.esma.europa.eu> (1.05.2015).
- Federation of European Securities Exchanges (2015), *European Equity Market Report, March 2015*, www.fese.eu/statistics-market-research/european-equity-market-report (1.05.2015).
- Giełda Papierów Wartościowych SA (2010), *Zasady działania Catalyst, przyjęte uchwałą Zarządu Giełdy z dnia 27 stycznia 2010 roku (według stanu prawnego na dzień 1 września 2014 roku)*, §4, Struktura Catalyst.
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA (2014), *Udział inwestorów w obrotach giełdowych – dane zagregowane 2002–2014*, www.gpw.pl/analizy (1.05.2015).
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA (2015), *Inwestycja w Aquis Exchange*, www.gpw.pl/inwestycja_w_aquis_exchange (1.05.2015).
- Hadfield W. (2013), *Bats Chi-X Europe Gets Recognized Exchange Status in UK*, Bloomberg, www.bloomberg.com/news/articles/2013-05-09/bats-chi-x-europe-gets-recognized-exchange-status-in-u-k (1.05.2015).
- London Stock Exchange Group (2015), *TURQUOISE*, www.lseg.com/areas-expertise/our-markets/turquoise (1.05.2015).
- Mazurkiewicz E., Prucnal-Ziółkowska M. (2005), *Przepisy europejskie regulujące obrót instrumentami finansowymi oraz uczestnictwo w tym obrocie – główne zagadnienia*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa, s. 23.
- Mosionek-Schweda M. (2013), *Giełdowy rynek alternatywny jako źródło pozyskiwania kapitału w warunkach niepewności na rynkach finansowych*, w: *Zarządzanie finansami. Finanse publiczne, instrumenty rynku finansowego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 766, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 62, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 348.
- Mosionek-Schweda M. (2015), *Rola Komisji Europejskiej w procesie tworzenia giełdowych rynków dla małych i średnich przedsiębiorstw*, w: *Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, red. J. Gliniecka, A. Drywa, E. Juchniewicz, T. Sowiński, CeDeWu, Warszawa, s. 523–543.
- Mosionek-Schweda M., Spychała-Krzyszak B. (2015), *Prawne i finansowe aspekty prowadzenia małego i średniego przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa, s. 291–315.
- NewConnect (2015), *Statystyki rynku – roczne*, www.newconnect.pl/index.php?page=statystyki_ryнку_roczne (1.05.2015).
- Tomaszewski J. (2011), *Wpływ rozwoju alternatywnych systemów obrotu na strukturę rynku akcji w obszarze Unii Europejskiej*, w: *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 37, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 515.
- Uraziński G. (2010), *Nowe platformy zaczynają kęsać giełdy*, „Forbes” nr 3.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, t.j. DzU 2014, poz. 94, 586; 2015, poz. 73.

THE IMPACT OF MULTILATERAL TRADING FACILITIES ON THE EUROPEAN CAPITAL MARKET OPERATION

Abstract: *Purpose* – The aim of the study is to analyze and evaluate the impact of the emergence and development of multilateral trading facilities (MTF) on the functioning of the European equity markets.

Design/methodology/approach – The paper was based on literature studies, analysis of legal acts as well as data collected from websites of analyzed trading platforms, and European Federation of Stock Exchanges.

Findings – The emergence of new trading platforms has forced traditional stock exchanges to undertake a series of measures aimed at increasing the attractiveness of their offer, in order to at least maintain its current position within the structure of capital markets. As a result, many stock exchanges lowered the amount of transaction fees, extended the hours of trading, or modernized transaction systems. There is no doubt that the creation and development of MTF significantly affected the structure of securities markets, as well as intensified competition resulting, inter alia, in improvement of the quality of stock exchanges services and reduction of transaction costs.

Originality/value – The issue of the functioning of the multilateral trading facilities (alternative trading systems) is often presented in the literature because of many changes occurring in this area observed for several years. Most of the publications, however, focus on operation of such systems organized by stock exchanges. This study focuses primarily on the MTF platforms managed by investment firms.

Keywords: alternative trading systems, stock exchanges, MiFID Directive

Cytowanie

Mosionek-Szweda M. (2015), *Wpływ wielostronnych platform obrotu na funkcjonowanie europejskiego rynku kapitałowego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 139–151; www.wneiz.pl/frfu.

