

RYNEK KAPITAŁOWY. INSTRUMENTY FINANSOWE

I. Ogólna charakterystyka rynku kapitałowego w Polsce.

I.I. Wprowadzenie.

Rynek kapitałowy, stanowi efektywne źródło pozyskiwania kapitału. Emitent, w zamian za oferowane instrumenty finansowe otrzymuje środki, które może wykorzystać w celu dalszego rozwoju spółki, natomiast nabywca papierów wartościowych (inwestor) może ulokować nadwyżki posiadanego kapitału, które w perspektywie mogą przynieść zmnożony w stosunku do wysokości poczynionej inwestycji zysk. Powyższy układ, z punktu widzenia emitenta jest korzystny z uwagi na szeroki zasób potencjalnych inwestorów, do których kierowana jest jego oferta. Natomiast inwestor, posiadając, co do zasady, szeroką wiedzę na temat emitenta oraz rynku na którym on funkcjonuje, może dokonać racjonalnej oceny planowanej inwestycji, przewidywanej stopy zwrotu oraz trendów inwestycyjnych w danym sektorze.

Rynek kapitałowy, stanowi rynek dla długo- i średniookresowych instrumentów finansowych, co oznacza, iż termin zwrotu z inwestycji jest oddalony w czasie w stosunku do momentu transferu kapitału i stanowi nie mniej niż 1 rok.

Nowożytny rynek kapitałowy w Polsce jest rynkiem relatywnie młodym, który kształtuje się począwszy od 1991 roku. Obecnie, można uznać, iż stanowi on jeden z kluczowych ośrodków kapitałowych Europy Środkowo-Wschodniej. Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW) notowanych jest blisko 500 spółek, z czego 11% stanowią spółki zagraniczne. Roczna kapitalizacja spółek notowanych na GPW w 2015 roku wyniosła 516.75,00 mln zł dla spółek krajowych oraz 566.077,00 mln zł dla spółek zagranicznych¹.

W Polsce, prócz rynku regulowanego funkcjonuje również alternatywny system obrotu (ASO), który stanowi platformę obrotu akcjami (NewConnect) lub obligacjami (Catalyst²) głównie młodych, innowacyjnych małych i średnich przedsiębiorstw, przede wszystkim w zakresie nowych technologii.

¹ https://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja

² Zob. uwagi odnoszącą się do platformy obrotu Catalyst zawarte w ramach podrozdziału I.II. niniejszego opracowania.

I.II. Struktura rynku kapitałowego oraz podstawy prawne jego funkcjonowania.

Rynek kapitałowy w Polsce posiada złożoną strukturę i dzieli się na kilka segmentów. Kryteriów wyróżniających poszczególne rynki na ramach rynku kapitałowego jest kilka, a wśród najważniejszych należy wymienić m.in. kryterium zorganizowania, czy rodzaju dokonanej oferty instrumentów finansowych.

W ramach rynku kapitałowego w Polsce należy rozróżnić rynek pierwotny oraz rynek wtórny. **Rynek pierwotny**, to segment rynku na którym oferta instrumentów finansowych w ramach oferty publicznej następuje po raz pierwszy (*Initial Public Offering*). Z kolei, w ramach **rynku wtórnego**, dokonuje się obrotu instrumentami finansowymi, które uprzednio zostały już wyemitowane oraz objęte przez pierwotnych inwestorów.

Dalsze rozróżnienie obejmuje wyodrębnienie rynku regulowanego oraz nieregulowanego. **Rynek regulowany**, zgodnie z definicją zawartą w Ustawie o obrocie, to działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych, oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki, i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany. **Rynek nieregulowany**, to rynek inny, aniżeli rynek regulowany segment rynku kapitałowego, który nie podlega nadzorowi odpowiedniego organu.

Wśród segmentów rynku regulowanego należy również wyróżnić rynek giełdowy oraz pozagiełdowy. Organizatorem **rynku giełdowego** w Polsce jest **Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie Spółka Akcyjna**. Transakcje na rynku giełdowym obejmują zlecenia kupna i sprzedaży instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym. To właśnie w ramach rynku giełdowego dokonywany jest wtórny obrót papierami wartościowymi. **Rynek pozagiełdowy** (*Over the counter market*), to rynek obrotu instrumentami finansowymi poza rynkiem giełdowym. W Polsce organizatorem pozagiełdowego rynku kapitałowego jest **BondSpot Spółka Akcyjna („BondSpot“)**.

Niniejsze opracowanie ma na celu przybliżenie zasad funkcjonowania platform obrotu instrumentami finansowymi:

1. Giełdę Papierów Wartościowych („**Giełda**”), organizowaną przez Giełdę Papierów Wartościowych z siedzibą w Warszawie S.A. („**GPW**”);
2. Alternatywny System Obrotu, a w jego ramach **NewConnect**, którego organizatorem jest GPW;
3. **Catalyst**, a w jego ramach:
 - rynek regulowany prowadzony przez GPW;
 - rynek regulowany prowadzony przez BondSpot S.A.;
 - alternatywny system obrotu prowadzony przez GPW;
 - alternatywny system obrotu prowadzony przez BondSpot S.A.

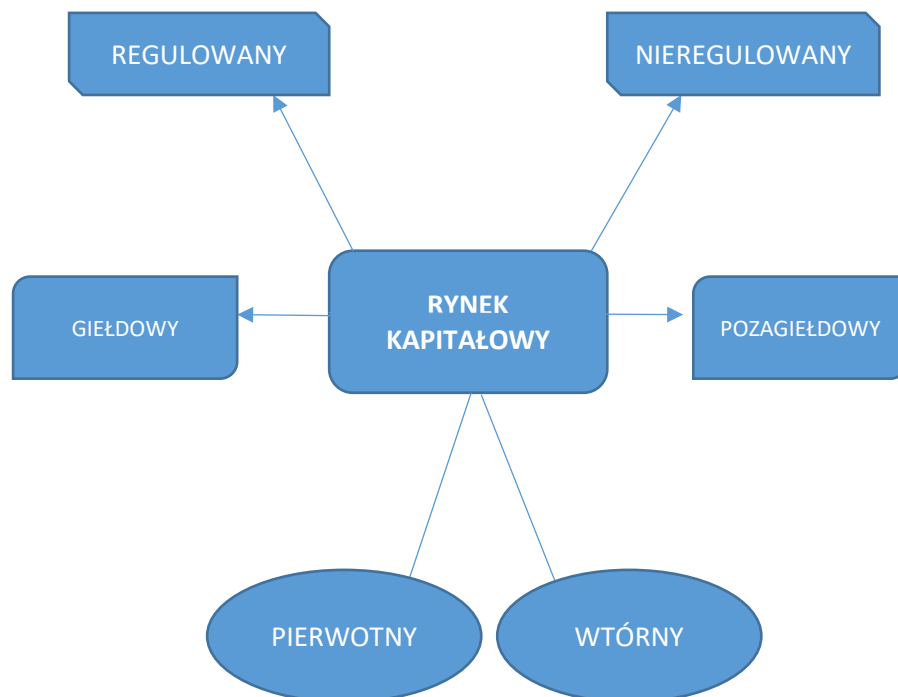
W ramach rynku regulowanego, obrót instrumentami finansowymi dokonywany jest na Giełdzie. W ramach tego rynku transakcje obejmują obrót akcjami, innymi instrumentami finansowymi o

charakterze udziałowym oraz innymi instrumentami rynku kasowego, a także instrumentami pochodnymi.

Na rynku NewConnect przedmiotem obrotu mogą być zdematerializowane akcje, prawa do akcji (PDA), prawa poboru, kwity depozytowe oraz inne udziałowe papiery wartościowe emitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, wprowadzone do tego obrotu.

Przedmiot obrotu w ramach platformy Catalyst stanowią obligacje oraz inne dłużne instrumenty finansowe.

Schemat nr 1. STRUKTURA RYNKU KAPITAŁOWEGO W POLSCE – SCHEMAT PODSTAWOWY



Źródło: Opracowanie własne

Funkcjonowanie rynku kapitałowego w Polsce jest uregulowane powszechnie obowiązującymi aktami prawnymi (w przypadku rynku regulowanego) oraz regulaminami wewnętrznymi obowiązującymi uczestników alternatywnego systemu obrotu.

Podstawowe akty prawne związane z organizacją oraz funkcjonowaniem **rynku regulowanego** w Polsce to:

- **Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi („Ustawa o obrocie”)**
-> reguluje zasady, tryb i warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie obrotu papierami wartościowymi i innymi instrumentami finansowymi, prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w tym obrocie oraz wykonywanie nadzoru w tym zakresie;
- **Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych („Ustawa o ofercie”)**

-> reguluje zasady i warunki dokonywania oferty publicznej papierów wartościowych, prowadzenia subskrypcji lub sprzedaży tych papierów wartościowych oraz ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym, a także obowiązki emitentów papierów wartościowych i innych podmiotów uczestniczących w obrocie tymi papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi oraz skutki uzyskania statusu spółki publicznej oraz szczególne prawa i obowiązki związane z posiadaniem i obrotem akcjami takich spółek.

- **Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o nadzorze nad rynkiem kapitałowym**

-> określa organizację oraz tryb wykonywania nadzoru nad rynkiem kapitałowym;

- **Kodeks spółek handlowych („KSH”)**

-> reguluje tworzenie, funkcjonowanie, organizację, spółek handlowych (w tym spółek akcyjnych), a także ich łączenie się, przekształcenie i podział;

- **Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości („Ustawa o rachunkowości”)**

-> określa zasady rachunkowości, tryb badania sprawozdań finansowych przez biegłych rewidentów oraz zasady wykonywania działalności w zakresie usługowego prowadzenia ksiąg rachunkowych;

- **Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 roku o obligacjach („Ustawa o obligacjach”)**

-> określa zasady emisji, zmiany warunków emisji, zbywania, nabywania i wykupu obligacji;

Prócz wyżej wskazanych należy mieć również na uwadze inne ustawy oraz akty wykonawcze, które mają charakter bardziej szczegółowy (np. Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi).

Jako, że emitenci papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym są zobowiązani realizować szereg obowiązków o charakterze informacyjnym (szerzej patrz: podrozdział **III.I. Obowiązki informacyjne**), należy mieć na względzie, iż ich realizacja następuje w oparciu o następujące akty prawne:

- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku („**Rozporządzenie MARR**”);

- Ustawa o obrocie;

- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim („**Rozporządzenie w sprawie informacji bieżących**”).

Z kolei podstawy funkcjonowania alternatywnego systemu obrotu reguluje Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu wraz z załącznikami („**Regulamin ASO**”) w przypadku NewConnect, a ponadto w określonym zakresie stosuje się również przepisy właściwe dla krajowego rynku regulowanego. W przypadku Catalyst podstawową regulację stanowią **Zasady Działania Catalyst**, a także odpowiednie regulacje, dotyczące poszczególnych rynków lub systemów obrotu organizowanych odpowiednio przez GPW oraz BondSpot S.A.

I.III. Uczestnicy rynku kapitałowego.

Zarówno w ramach rynku regulowanego, jak i alternatywnego systemu obrotu można rozróżnić określone grupy podmiotów, których zadania i obowiązki zostały określone przepisami regulującymi funkcjonowanie poszczególnych rynków.

We wcześniejszej części opracowania wspomniano już organizatora rynku giełdowego – Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. oraz organizatora rynku pozagiełdowego BondSpot S.A. Zasady ich funkcjonowania określają stosowne regulaminy oraz akty korporacyjne. Działalność GPW oraz BondSpot jest nie tylko działalnością organizacyjną, ale również prawodawczą w zakresie systemów obrotu instrumentów finansowych prowadzonych przez te podmioty, jak również katalogów dobrych praktyk obowiązujących na rynkach organizowanych przez GPW i BondSpot.

Rynek regulowany jest nadzorowany przez organ nadzoru – **Komisję Nadzoru Finansowego („KNF”)**, która posiada szerokie kompetencje określone przepisami prawa w zakresie m.in. nadzoru, kontroli, czy stosowania określonych sankcji. Wśród podstawowych zadań Komisji Nadzoru Finansowego należy wskazać weryfikację zgodności prospektu emisyjnego (stanowiącego podstawowy publiczny dokument informacyjny związany z ofertą publiczną oraz ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym) pod względem zgodności jego formy i treści z przepisami prawa. Co ważne, KNF nie bada prawdziwości, kompletności oraz rzetelności danych zawartych w dokumentach informacyjnych. Zatwierdzenie publicznego dokumentu informacyjnego przez KNF stanowi, co do zasady, podstawowy warunek dopuszczenia danych papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.

Do zadań KNF należy również nadzór nad realizacją obowiązków przez uczestników rynku (np. obowiązki informacyjne). Nieprawidłowości w tym zakresie mogą skutkować zastosowaniem określonych sankcji przez KNF, zarówno wobec emitentów, jak i członków ich organów. Wśród najbardziej dotkliwych sankcji, prócz wysokich kar finansowych, należy wskazać przede wszystkim wykluczenie papierów wartościowych z obrotu na rynku regulowanym.

Prawidłowa realizacja zadań przez KNF stanowi podstawę zapewnienia wysokiego bezpieczeństwa uczestników obrotu.

W określonym zakresie, KNF sprawuje również nadzór nad rynkiem zorganizowanym w alternatywnym systemie obrotu.

Bardzo istotną rolę na rynku kapitałowym odgrywa Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. („KDPW”). KDPW jest instytucją depozytowo-rozliczeniową, która podejmuje działania w następujących obszarach:

- ❖ rejestruje zdematerializowane instrumenty finansowe;
- ❖ dokonuje rozliczania transakcji zawieranych na rynku regulowanym i w alternatywnym systemie obrotu.

Należy zauważyć, iż transakcje w zakresie zorganizowanego obrotu dokonywane są poprzez profesjonalnych pośredników. Prócz wskazanego wcześniej KDPW, należy również wskazać m.in. domy maklerskie, banki, firmy inwestycyjne nie będące domem maklerskim lub bankiem prowadzącym działalność maklerską. Między innymi wskazane wyżej podmioty Ustawa o obrocie określa, jako *klienta profesjonalnego*, tj. taki podmiot na którego rzecz jest lub ma być świadczona co najmniej jedna z następujących usług: przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia

instrumentów finansowych; wykonywanie tych zleceń na rachunek dającego zlecenie; zarządzaniu portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz który posiada doświadczenie i wiedzę pozwalające na podejmowanie właściwych decyzji inwestycyjnych, jak również na właściwą ocenę ryzyka związanego z tymi decyzjami.

Transakcji na Giełdzie może dokonywać wyłącznie podmiot do tego uprawniony tzw. Członek Giełdy.. Co do zasady, status Członka Giełdy może uzyskać firma inwestycyjna, podmiot nie będący firmą inwestycyjną, a będący uczestnikiem KDPW, zawierający transakcje giełdowe wyłącznie na rachunek własny lub inny podmiot nie będący uczestnikiem KDPW, zawierający transakcje giełdowe wyłącznie na rachunek własny - pod warunkiem wskazania podmiotu będącego uczestnikiem KDPW, który zobowiązał się do wypełniania obowiązków w związku z rozliczaniem zawartych transakcji. Każdy podmiot, który nie posiada statusu Członka Giełdy może dokonywać obrotu instrumentami finansowymi wyłącznie za pośrednictwem uprawnionego podmiotu.

Dopuszczonym do działania na Giełdzie może być podmiot, który:

- posiada zezwolenie na prowadzenie działalności maklerskiej;
- daje rękojmię należytego wykonywania obowiązków Członka Giełdy;
- posiada odpowiednie środki organizacyjno - techniczne zapewniające prawidłową i bezpieczną obsługę obrotu instrumentami finansowymi;
- jest osobą prawną.

Członek Giełdy, w celu rozpoczęcia działalności w ramach alternatywnego systemu obrotu, winien złożyć stosowny wniosek o wyznaczenie daty rozpoczęcia i określenia zakresu działania, jako **Członka Rynku** w alternatywnym systemie obrotu.

Wśród głównych uczestników alternatywnego systemu obrotu należy wskazać następujące podmioty:

- **Autoryzowani Doradcy;**

- **Animatorzy Rynku.**

Autoryzowanym Doradcą jest firma inwestycyjna lub inny podmiot będący spółką prawa handlowego świadczący usługi związane z obrotem gospodarczym, w tym doradztwo finansowe, doradztwo prawne lub audyt finansowy, wpisany na listę prowadzoną przez GPW. Wymogu posiadania statusu spółki prawa handlowego nie stosuje się do podmiotów z siedzibą poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej. Do podstawowych zadań Autoryzowanego Doradcy należy:

- ❖ badanie, czy sporządzenie dokumentu informacyjnego w związku z ubieganiem się o wprowadzenie do obrotu danych instrumentów finansowych nastąpiło zgodnie z wymogami określonymi Regulaminie ASO;
- ❖ badanie, czy spełnione zostały warunki wprowadzenia instrumentów finansowych emitenta do obrotu w alternatywnym systemie;
- ❖ współdziałanie z emitentem w zakresie wypełniania przez emitenta obowiązków informacyjnych określonych w Regulaminie ASO oraz monitorowania prawidłowości wypełniania przez emitentów tych obowiązków.

Co do zasady, zawarcie umowy z Autoryzowanym Doradcą jest obowiązkowe dla emitenta ubiegającego się o wprowadzenie instrumentów finansowych emitenta do obrotu w alternatywnym systemie. Umowa zasadniczo zostaje zawarta na 3 lata, ale w określonych Regulaminem ASO warunkach, GPW może zwolnić emitenta z konieczności współdziałania z Autoryzowanym Doradcą.

Ponadto, w celu zapewnienia prawidłowości realizacji obowiązków przez danego emitenta, GPW może zobowiązać emitenta do zawarcia umowy z Autoryzowanym Doradcą.

Funkcja Autoryzowanego Doradcy sprowadza się więc do współdziałania z emitentem w zakresie prawidłowej realizacji obowiązków wynikających z uczestnictwa w alternatywnym systemie obrotu i jego wsparcia w tym zakresie. Efektywna współpraca z Autoryzowanym Doradcą jest niezwykle istotnym aspektem uczestnictwa emitenta w ASO.

Animatorem Rynku jest Członek Rynku lub podmiot będący firmą inwestycyjną lub zagraniczną firmą inwestycyjną niebędący Członkiem Rynku, który na mocy umowy z organizatorem alternatywnego systemu zobowiązał się do dokonywania na własny rachunek w alternatywnym systemie obrotu czynności mających na celu wspomaganie płynności obrotu instrumentami finansowymi danego emitenta, na zasadach określonych przez GPW.

Jedno z podstawowych pojęć zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi stanowi **spółka publiczna**, tj. spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana. Dematerializacja akcji polega na pozbawieniu akcji ich materialnej formy, poprzez rejestrację akcji w depozycie papierów wartościowych. Prawa ze zdematerializowanych papierów wartościowych **powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych** i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku.

II. **Wprowadzenie wybranych instrumentów finansowych na zorganizowany rynek kapitałowy.**

II.I. **Giełda.**

Wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym wymaga uprzedniego ich dopuszczenia do obrotu na tym rynku.

Dopuszczenie instrumentów finansowych do obrotu następuje na wniosek ich emitenta. Decyzję w tym zakresie podejmuje Zarząd Giełdy w drodze uchwały, chyba że zgodnie z Regulaminem Giełdy podjęcie przedmiotowej uchwały nie jest wymagane.

Dopuszczone do obrotu giełdowego na rynku regulowanym mogą być instrumenty finansowe, o ile nastąpiło spełnienie określonych warunków, do których w szczególności zalicza się:

- ✓ został **sporządzony odpowiedni dokument informacyjny**, zatwierdzony przez właściwy organ nadzoru albo został sporządzony odpowiedni dokument informacyjny, którego równoważność w rozumieniu przepisów Ustawy o ofercie publicznej została stwierdzona przez właściwy organ nadzoru, chyba że sporządzenie, zatwierdzenie lub stwierdzenie równoważności dokumentu informacyjnego nie jest wymagane;
- ✓ zbywalność instrumentów finansowych **nie jest ograniczona**;
- ✓ w stosunku do ich emitenta **nie toczy się postępowanie upadłościowe** lub likwidacyjne.

Ponadto, jeśli przedmiotem wniosku o dopuszczenie są akcje, muszą zostać spełnione dodatkowe warunki w zakresie minimalnej wysokości kapitału zakładowego emitenta oraz rozdrobnienia akcjonariatu emitenta.

Prócz wyżej wskazanych warunków, Regulamin Giełdy przewiduje również inne szczegółowe regulacje, w zależności od rodzaju instrumentów finansowych będących przedmiotem wniosku o dopuszczenie do obrotu.

Rozpoznając wniosek o dopuszczenie instrumentów finansowych do obrotu na Giełdzie, Zarząd Giełdy bierze pod uwagę m.in.:

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

Do obrotu giełdowego na rynku regulowanym mogą być wprowadzone instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu giełdowego na tym rynku.

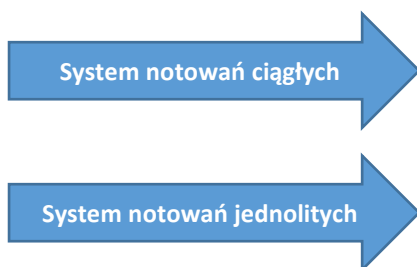
Instrumenty finansowe mogą być wprowadzane do obrotu giełdowego w trybie:

- 1) zwykłym,
- 2) publicznej sprzedaży.

Sprzedaż publiczna dokonywana jest na podstawie oferty publicznej. **Ofertą publiczną**, zgodnie z definicją zawartą w Ustawie o ofercie jest udostępnianie, **co najmniej 150 osobom** na terytorium jednego państwa członkowskiego lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych.

Zarówno oferta publiczna, jak i dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, co do zasady wymaga udostępnienia do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego. W określonych Ustawą o ofercie wypadkach nie jest konieczne sporządzanie prospektu emisyjnego (jeśli nie jest wymagane sporządzenie **prospektu emisyjnego**, może być konieczne sporządzenie memorandum informacyjnego, występują również przypadki, gdzie nie jest wymagane sporządzenie i zatwierdzenie żadnego publicznego dokumentu informacyjnego). Prospekt emisyjny to publiczny, tj. udostępniany do publicznej wiadomości, dokument informacyjny, który posiada określoną prawem formę oraz treść. Prospekt emisyjny zawiera w szczególności informacje istotne dla oceny sytuacji gospodarczej, finansowej i majątkowej oraz perspektyw rozwoju emitenta. Prospekt emisyjny podlega zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Akcje wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym podlegają notowaniom w ramach jednego z dwóch systemów:



Warunki wprowadzenia instrumentów finansowych do alternatywnego systemu obrotu, co do zasady są zbliżone do tych przewidzianych dla dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym. W związku z powyższym, wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu jest możliwe, o ile:

- ✓ został udostępniony do publicznej wiadomości odpowiedni publiczny dokument informacyjny (lub w określonych przypadkach dokument informacyjny, nie będący publicznym dokumentem informacyjnym);
- ✓ zbywalność tych instrumentów nie jest ograniczona;
- ✓ w stosunku do emitenta tych instrumentów nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne;
- ✓ w stosunku do emitenta, który ubiega się po raz pierwszy o wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu w alternatywnym systemie, nie toczy się postępowanie restrukturyzacyjne;
- ✓ wartość nominalna akcji wynosi co najmniej 0,10 zł;
- ✓ a w przypadku gdy emitent ubiega się po raz pierwszy o wprowadzenie akcji lub praw do akcji do obrotu w alternatywnym systemie:
 - co najmniej **15%** akcji objętych wnioskiem o wprowadzenie znajduje się w posiadaniu co najmniej **10** akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż **5%** ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu i nie jest podmiotem powiązany z emitentem; wymóg ten stosuje się odpowiednio do praw do tych akcji;
 - kapitał własny emitenta wynosi co najmniej 500.000 zł;
 - emitent przedstawi w dokumencie informacyjnym sprawozdanie finansowe lub skonsolidowane sprawozdanie finansowe za ostatni rok obrotowy, sporządzone i zbadane zgodnie z przepisami Regulaminu.

Obowiązku sporządzenia dokumentu informacyjnego nie stosuje się w przypadku, gdy instrumenty finansowe emitenta objęte wnioskiem o wprowadzenie, są przedmiotem obrotu na krajowym rynku regulowanym.

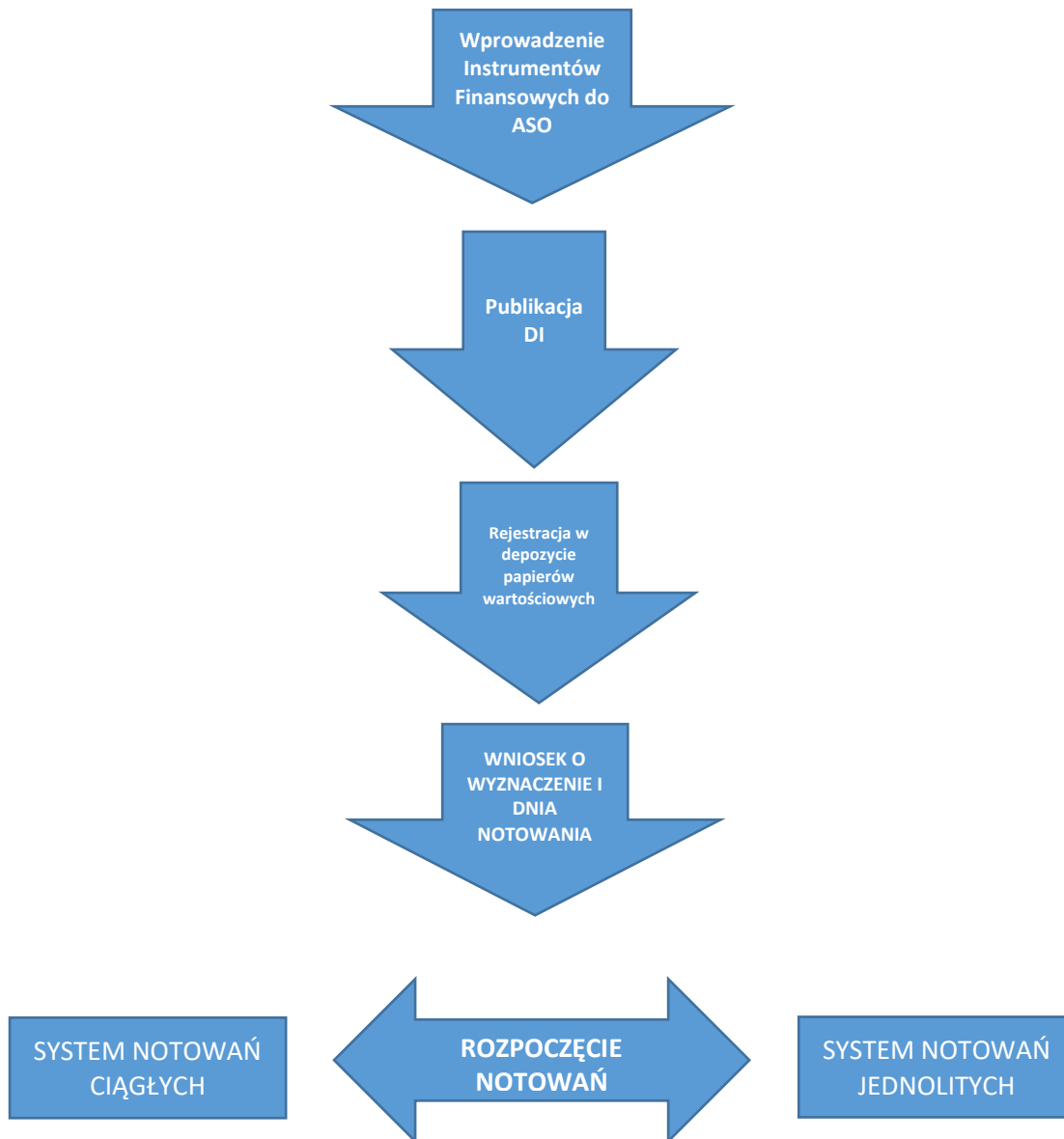
Należy zauważyć, iż dokument informacyjny (nie będący publicznym dokumentem informacyjnym) nie podlega zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego. Z uwagi na powyższe, zamieszcza się w jego treści stosowną o tym informację.

Dodatkowo, emitent jest obowiązany zawrzeć stosowną umowę z Autoryzowanym Doradcą, który będzie współdziałał z emitentem w zakresie sporządzenia dokumentu informacyjnego oraz prawidłowej realizacji obowiązków nałożonych na emitentów, których instrumenty finansowe są przedmiotem obrotu w ASO.

Wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu w alternatywnym systemie następuje na wniosek ich emitenta. Uchwałę o wprowadzeniu instrumentów finansowych emitenta podejmuje organizator alternatywnego systemu obrotu.

Rozpoczęcie notowania instrumentów finansowych w alternatywnym systemie następuje na wniosek ich emitenta o wyznaczenie pierwszego dnia notowania. Natomiast, warunkiem rozpoczęcia notowania instrumentów finansowych w ASO jest ich wprowadzenie do obrotu w ASO, publikacja na stronie internetowej odpowiednio publicznego dokumentu informacyjnego albo dokumentu informacyjnego sporządzonego zgodnie z Regulaminem ASO oraz rejestracja instrumentów w depozycie papierów wartościowych.

Schemat nr 2. Rozpoczęcie notowań w ASO



Źródło: opracowanie własne

II.III. Catalystr.

Catalystr jest to platforma obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi, wśród których można wskazać np. obligacje.

Skierowanie dłużnych instrumentów finansowych do systemu Catalystr polega na dopuszczeniu/ wprowadzeniu danej emisji dłużnych instrumentów finansowych do obrotu na rynkach Catalystr.

Dłużne instrumenty finansowe, które są przedmiotem ubiegania się o skierowanie do obrotu na rynkach Catalystr powinny być zdematerializowane, natomiast dłużne instrumenty finansowe nie będące przedmiotem ubiegania się o skierowanie do obrotu na rynkach Catalystr mogą nie podlegać dematerializacji.

Skierowanie dłużnych instrumentów finansowych do obrotu zorganizowanego może polegać na:

- 1) dopuszczeniu emisji do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW oraz rynku regulowanym prowadzonym przez BondSpot, albo
- 2) dopuszczeniu emisji do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW oraz wprowadzeniu jej do alternatywnego systemu obrotu prowadzonego przez BondSpot, albo
- 3) dopuszczeniu emisji do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez BondSpot oraz wprowadzeniu jej do alternatywnego systemu obrotu prowadzonego przez GPW, albo
- 4) wprowadzeniu emisji do alternatywnego systemu obrotu prowadzonego przez GPW oraz alternatywnego systemu obrotu prowadzonego przez BondSpot, albo
- 5) dopuszczeniu lub wprowadzeniu na każdy z rynków Catalyst lub wyłącznie na jeden z nich.

Skierowanie dłużnych instrumentów finansowych do obrotu zorganizowanego następuje na wniosek emitenta składany do GPW lub BondSpot.

Skierowane (dopuszczone/wprowadzone) do obrotu na rynkach Catalyst mogą zostać dłużne instrumenty finansowe, o ile sporządzony został odpowiedni dokument informacyjny, zbywalność dłużnych instrumentów finansowych nie jest ograniczona, a w stosunku do emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne. W przypadku, gdy dłużne instrumenty finansowe są przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do ASO organizowanego przez GPW lub BondSpot, konieczne jest ponadto zawarcie odpowiedniej umowy z Autoryzowanym Doradcą.

III. Podstawowe obowiązki emitentów instrumentów finansowych.

III.I. Obowiązki informacyjne.

Polski rynek kapitałowy spełnia wysokie kryteria jakościowe w zakresie zapewnienia udostępniania informacji. Regulacje w tym zakresie wynikają z rozporządzeń unijnych, przepisów ustaw i rozporządzeń oraz wewnętrznych regulaminów podmiotów organizujących obrót instrumentami finansowymi wzorowanych na regulacjach największych rynków zagranicznych i spójnych z dyrektywami Unii Europejskiej.

Poprawne i bezpieczne funkcjonowanie rynku obrotu instrumentami finansowymi jest możliwe wyłącznie w sytuacji, gdy rynek jest wystarczająco przejrzysty a wszyscy uczestnicy rynku są traktowani jednakowo i uczciwie.

Każdy inwestor na rynku kapitałowym powinien mieć równy dostęp do informacji na temat emitentów papierów wartościowych i emitowanych przez nich instrumentów finansowych, jako że informacje udostępniane przez uczestników rynku publicznego stanowią bazę dla inwestorów, dokonujących oceny sytuacji finansowej spółki oraz jej perspektyw rozwojowych. Informacja musi być dostępna dla wszystkich podmiotów w takim samym kształcie i w tym samym czasie, niezależnie od tego czy mamy do czynienia z inwestorem instytucjonalnym, kwalifikowanym czy detalicznym, a także dla wszystkich innych podmiotów, które mogą planować podjęcie w przyszłości decyzji inwestycyjnej.

Rzetelna informacja jest głównym warunkiem dla podejmowania przez nich racjonalnych decyzji. Jeżeli rynek jest przejrzysty i bezpieczny, inwestorzy chętniej będą na nim zawierać transakcje. Dlatego bardzo ważne jest wypełnianie przez podmioty zobowiązane ciążących na nich obowiązków informacyjnych.

Wszystkie podmioty ubiegające się o dopuszczenie do obrotu na rynku głównym GPW albo będące podmiotem obrotu podlegają szczegółowo opisanym obowiązkom informacyjnym, to samo dotyczy podmiotów notowanych w ramach alternatywnego systemu obrotu.

Zakres informacji do której przekazania zobowiązany jest emitent zależy od tego, czy mamy do czynienia ze spółką notowaną na rynku głównym GPW czy też ze spółką notowaną w ramach alternatywnego systemu.

Spółki notowane na Giełdzie są zobligowane do publikowania:

1. **raportów kwartalnych**, zawierających aktualne dane kwartalne, kwartalne skrócone sprawozdanie finansowe, niepodlegające badaniu, zawierającego bilans, rachunek zysków i strat, zestawienie zmian w kapitale własnym oraz rachunek przepływów pieniężnych, a ponadto opis organizacji grupy kapitałowej emitenta i wykaz akcjonariuszy posiadających co najmniej 5 % ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu.
2. **raportów półrocznych** za pierwsze półrocze roku obrotowego, zawierających półroczne skrócone sprawozdanie finansowe, poddane przeglądowi przez biegłego rewidenta, obejmujące bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych, zestawienie zmian w kapitale własnym oraz informację dodatkową, a ponadto sprawozdanie zarządu z działalności emitenta i raport biegłego rewidenta z przeglądu sprawozdania finansowego.
3. **raportów rocznych**, zawierających pismo prezesa zarządu lub osoby zarządzającej emitenta przedstawiające najważniejsze dokonania lub niepowodzenia spółki w całym roku obrotowym i perspektywy rozwoju na najbliższy rok obrotowy a także roczne sprawozdanie finansowe, sporządzone zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości i zbadane przez podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych.

Sprawozdania finansowe zamieszczane w raportach okresowych powinny być sporządzone zgodnie z zasadami rachunkowości obowiązującymi emitenta. W większości przypadków sprawozdania finansowe emitentów giełdowych z siedzibą na terytorium Polski są sporządzane według MSR/MSSF, chociaż w przypadku jednostek, które nie tworzą grup kapitałowych, sprawozdania mogą być sporządzane według Polskich Standardów Rachunkowości.

Daty planowanych publikacji raportów kwartalnych i półrocznych (raportów okresowych) emitent ustala i podaje do publicznej w formie kalendarium zamieszczonego w raporcie bieżącym opublikowanego do końca pierwszego miesiąca każdego roku obrotowego. Każda zmiana tego kalendarium musi być także podana w formie raportu bieżącego, po to aby wszyscy zainteresowani mieli możliwość zapoznania się z treścią raportów okresowych w tym samym czasie, z tego względu emitenci nie mogą także publikować raportów wcześniej niż w terminie wskazanym w kalendarium.

4. informacji poufnych

W dniu 3 lipca 2016 roku weszło w życie Rozporządzenie MARR. Od momentu wejścia w życie Rozporządzenia MARR dotychczasowy sposób realizacji obowiązków informacyjnych przez emitentów uległ znacznym zmianom. Upřednio, emitenci prócz wskazanych w punktach 1-3 raportów, byli obowiązani do przekazywania informacji bieżących, zawierających informacje o bieżącej sytuacji gospodarczej emitenta (np. zawarciu istotnych umów gospodarczych). Obecnie, obowiązek bieżącego informowania o aktualnej sytuacji gospodarczej emitenta realizowany jest poprzez udostępnianie do publicznej wiadomości tzw. informacji poufnych, których definicję zawiera Rozporządzenie MARR.

Zgodnie z art. 7 Rozporządzenia MARR, informacje poufne, to:

a) określone w sposób precyzyjny informacje, które nie zostały podane do wiadomości publicznej, dotyczące, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub większej liczby emitentów lub jednego lub większej liczby instrumentów finansowych, a które w przypadku podania ich do wiadomości publicznej miałyby prawdopodobnie znaczący wpływ na ceny tych instrumentów finansowych lub na ceny powiązanych pochodnych instrumentów finansowych;

b) w odniesieniu do towarowych instrumentów pochodnych, określone w sposób precyzyjny informacje, które nie zostały podane do wiadomości publicznej, dotyczące bezpośrednio lub pośrednio jednego lub większej liczby takich instrumentów pochodnych lub dotyczące bezpośrednio powiązanych kontraktów towarowych na rynku kasowym, a które w przypadku podania ich do wiadomości publicznej miałyby prawdopodobnie znaczący wpływ na ceny takich instrumentów pochodnych lub powiązanych kontraktów towarowych na rynku kasowym, oraz gdy można zasadnie oczekiwać, że dane informacje zostaną ujawnione lub ich ujawnienie jest wymagane zgodnie z przepisami ustawowymi lub wykonawczymi na szczeblu unijnym lub krajowym, zasadami rynku, umową, praktyką lub zwyczajem, na odpowiednich rynkach towarowych instrumentów pochodnych lub rynkach kasowych;

c) w odniesieniu do uprawnień do emisji lub opartych na nich produktów sprzedawanych na aukcjach, określone w sposób precyzyjny informacje, które nie zostały podane do wiadomości publicznej, dotyczące, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub większej liczby takich instrumentów, a które w przypadku podania ich do wiadomości publicznej miałyby prawdopodobnie znaczący wpływ na ceny tych instrumentów lub na ceny powiązanych pochodnych instrumentów finansowych;

d) w przypadku osób odpowiedzialnych za realizację zleceń dotyczących instrumentów finansowych, oznacza to także informacje przekazane przez klienta i związane z jego zleceniami dotyczącymi instrumentów finansowych będącymi w trakcie realizacji, określone w sposób precyzyjny, dotyczące, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub większej liczby emitentów lub jednego lub większej liczby instrumentów finansowych, a które w przypadku podania ich do wiadomości publicznej miałyby prawdopodobnie znaczący wpływ na ceny tych instrumentów finansowych, cenę powiązanych kontraktów towarowych na rynku kasowym lub cenę powiązanych pochodnych instrumentów finansowych.

Rozporządzenie MARR rozszerza zakres informacji poufnej w ten sposób, że etap pośredni rozciągniętego w czasie procesu jest uznany za informację poufną, jeżeli sam w sobie spełnia kryteria informacji poufnych. Powyższe oznacza, że w pewnych sytuacjach informacją poufną będzie nie tylko konkretne zdarzenie lub okoliczność jako całość, lecz w przypadku spełnienia przesłanek informacji poufnej również ich etapy pośrednie.

Spółki notowane w ASO są zobligowane do publikowania informacji w zakresie węższym niż spółki notowane na Giełdzie, mianowicie publikują informacje w formie:

- raportów bieżących (w węższym zakresie niż na Giełdzie),
- informacje poufne;
- raportów kwartalnych, zawierających wybrane pozycje bilansowe oraz wybrane pozycje rachunku zysków i strat;
- raportów rocznych zawierających zaudytowane sprawozdania finansowe.

Sprawozdania finansowe zamieszczane w raportach okresowych emitent sporządza zgodnie z przepisami obowiązującymi emitenta (w przypadku spółki zagranicznej, spółka może stosować standardy obowiązujące w kraju swojej siedziby).

Dodatkowe obowiązki informacyjne dotyczące znaczących akcjonariuszy i władz spółek:

Zgodnie z polskim prawem, obowiązki informacyjne ciążyą na inwestorach posiadających znaczące pakiety akcji. Muszą oni przekazywać niektóre informacje o zmianie poziomu swojego zaangażowania w spółce.

- Inwestor musi poinformować o osiągnięciu lub przekroczeniu progu %, 10%, 15%, 20%, 25%, 33%, 331/3%, 50%, 75% albo 90% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej (jak również o zmniejszeniu zaangażowania do lub poniżej tego progu).
- Po przekroczeniu 10% głosów na WZA inwestor musi informować o każdej zmianie zaangażowania o co najmniej 2% głosów na WZA, a po przekroczeniu 33% - o co najmniej 1%.
- Członkowie zarządów i rad nadzorczych, a także inne osoby pełniące w spółce określone funkcje, muszą informować o zawieranych przez nich transakcjach, których przedmiotem są akcje emitenta oraz inne jego instrumenty finansowe, a także pochodne powiązane z instrumentami emitenta - zawierane przez nich samych lub przez tzw. osoby blisko związane z nimi.
- Członkowie zarządów i rad nadzorczych, a także inne osoby pełniące w spółce określone funkcje, nie mogą zawierać transakcji akcjami i innymi instrumentami finansowymi swojej spółki (oraz pochodnymi powiązanych z tymi instrumentami) w tzw. okresach zamkniętych (2 tygodnie przed publikacją raportu kwartalnego, miesiąc przed publikacją raportu półrocznego i 2 miesiące przed publikacją raportu rocznego, a także w każdym przypadku wejścia w posiadanie informacji poufnej, do czasu jej opublikowania).

III.II. Dobre Praktyki.

Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016

Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, to zbiór zasad ładu korporacyjnego oraz reguł postępowania mających wpływ na kształtowanie relacji spółek giełdowych z ich otoczeniem rynkowym. Zasadom „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016” i regulacjom z nimi związanym podlegają emitenci akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym GPW.

Regulacje te dzielą się na zasady i rekomendacje. W stosunku do zasad szczegółowych Dobrych Praktyk obowiązuje formuła: stosuj lub wyjaśnij (*comply or explain*). Trwałe niestosowanie danej zasady lub incydentalne jej niezastosowanie rodzi po stronie spółki obowiązek niezwłocznego poinformowania o tym fakcie, w sposób określony w § 29 ust. 3 Regulaminu Giełdy. Wyjaśnienia spółek wskazujące przyczyny i okoliczności niestosowania zasady powinny być wyczerpujące, by móc stanowić realne źródło informacji o powodach niestosowania danej zasady. Jeśli zaś chodzi o rekomendacje, to podlegają one wyłącznie obowiązkowi zamieszczenia informacji na temat ich stosowania w oświadczeniu o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego, stanowiącym część raportu rocznego emitenta.

Poniżej przedstawiono katalog podstawowych dobrych praktyk spółek giełdowych:

1. **Spółka giełdowa dba o należyłą komunikację z inwestorami i analitykami, prowadząc**

	przejrzystą i skuteczną politykę informacyjną. W tym celu zapewnia łatwy i niedyskryminujący nikogo dostęp do ujawnianych informacji, korzystając z różnorodnych narzędzi komunikacji.
2.	Spółką giełdową kieruje zarząd, jego członkowie działają w interesie spółki i ponoszą odpowiedzialność za jej działalność. Do zarządu należy w szczególności przywództwo w spółce, zaangażowanie w wyznaczanie jej celów strategicznych i ich realizacja oraz zapewnienie spółce efektywności i bezpieczeństwa. Spółka jest nadzorowana przez skuteczną i kompetentną radę nadzorczą. Członkowie rady nadzorczej działają w interesie spółki i kierują się w swoim postępowaniu niezależnością własnych opinii i osądów. Rada nadzorcza w szczególności opiniuje strategię spółki i weryfikuje pracę zarządu w zakresie osiągnięcia ustalonych celów strategicznych oraz monitoruje wyniki osiągnięte przez spółkę.
3.	Spółka giełdowa utrzymuje skuteczne systemy: kontroli wewnętrznej, zarządzania ryzykiem oraz nadzoru zgodności działalności z prawem (<i>compliance</i>), a także skuteczną funkcję audytu wewnętrznego, odpowiednie do wielkości spółki i rodzaju oraz skali prowadzonej działalności.
4.	Zarząd spółki giełdowej i jej rada nadzorcza i powinny zachęcać akcjonariuszy do zaangażowania się w sprawy spółki, wyrażającego się przede wszystkim aktywnym udziałem w walnym zgromadzeniu. Walne zgromadzenie powinno obradować z poszanowaniem praw akcjonariuszy i dążyć do tego, by podejmowane uchwały nie naruszały uzasadnionych interesów poszczególnych grup akcjonariuszy. Akcjonariusze biorący udział w walnym zgromadzeniu wykonują swoje uprawnienia w sposób nienaruszający dobrych obyczajów.
5.	Spółka powinna posiadać przejrzyste procedury zapobiegania konfliktom interesów i zawieraniu transakcji z podmiotami powiązanymi w warunkach możliwości wystąpienia konfliktu interesów. Procedury powinny przewidywać sposoby identyfikacji takich sytuacji, ich ujawniania oraz zarządzania nimi.
6.	Spółka posiada politykę wynagrodzeń co najmniej dla członków organów spółki i kluczowych menedżerów. Polityka wynagrodzeń określa w szczególności formę, strukturę i sposób ustalania wynagrodzeń członków organów spółki i jej kluczowych menedżerów.

Źródło: Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016

Ponadto, dobre praktyki spółek giełdowych formułowane są również w formie zaleceń Komisji Europejskiej, m.in. w zakresie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek giełdowych lub sprawozdawczości dotyczącej ładu korporacyjnego.

Dobre Praktyki spółek notowanych na NewConnect

Dobre Praktyki spółek notowanych na NewConnect odnoszą się w sposób bardziej ogólny niż Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016 do zasad ładu korporacyjnego w spółkach notowanych w alternatywnym systemie obrotu NewConnect.

W szczególności, rekomendują one zachowania zmierzające do zapewnienia przejrzystości i należytej komunikacji z inwestorami i analitykami rynku.

Ponadto, zawierają wyliczenie dokumentów i informacji, które powinny znajdować się na korporacyjnej stronie internetowej, jak również w publikowanych przez emitenta raportach okresowych.

IV. Podsumowanie.

Niewątpliwie rynek kapitałowy w Polsce stanowi atrakcyjną formę lokowania kapitału. Obowiązujące regulacje prawne pozwalają zapewnić wysoki stopień bezpieczeństwa uczestników obrotu zorganizowanego rynku kapitałowego. Liczne gwarancje przejrzystości oraz jawności działań emitentów, pozwalają dokonać wiarygodnej oceny perspektyw rozwoju rynków, na których działają emitenci. Należy również podkreślić, iż emitenci instrumentów finansowych z państw członkowskich Unii Europejskiej, których dłużne instrumenty finansowe zostały dopuszczone na rynkach regulowanych ich państw macierzystych mogą również ubiegać się o dopuszczenie/wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu na polskim rynku regulowanym (*Dual Listing*). Dodatkowo, regulacje dotyczące rynku zorganizowanego do regulacji obowiązujących w państwach członkowskich Unii Europejskiej, ponieważ częściowo są one wynikiem implementacji unijnych dyrektyw, a częściowo również są bezpośrednio regulowane unijnymi rozporządzeniami.