ANNALES
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA
VOL. XLIV, 2 SECTIO H 2010

DOMINIKA KORDELA

Rynki alternatywne w strukturze niemieckiej i austriackiej giełdy papierów wartościowych[1]

Alternative stock markets in the structure of Deutsche Börse and Wiener Börse

Abstrakt: Finansowanie innowacji, ryzykownych projektów, małych i średnich przedsiębiorstw dysponujących niewielkim majątkiem i krótką historią związane jest z dużym ryzykiem. Podmioty o powyższym profilu mają trudności z pozyskiwaniem zasileń kapitałowych na rozwój. Od kilku lat w Europie tworzone są rynki papierów wartościowych charakteryzujące się prostszymi procedurami, niższymi kosztami i mniej restrykcyjnymi wymogami wobec przedsiębiorstw. W niniejszym artykule przedstawiona została organizacja rynków alternatywnych w Niemczech i Austrii. Analizie poddano strukturę niemieckiego i austriackiego rynku papierów wartościowych, warunki oraz koszty emisji akcji. Podjęto również próbę oceny rozwoju tych rynków.

WPROWADZENIE

Introduction

Przedsiębiorstwa na każdym etapie cyklu życia[2] potrzebują zasileń kapitałowych na bieżącą działalność oraz rozwój. Wybór źródeł finansowania uwarunkowany jest nie tylko od formy organizacyjno-prawnej podmiotu gospodarczego, ale również od fazy rozwoju przedsiębiorstwa[3].

[1] Publikacja finansowana ze środków na naukę w latach 2009-2011 jako projekt badawczy.

[2] Cykl życia przedsiębiorstwa definiowany jest jako przedział czasu od momentu powstania koncepcji przedsięwzięcia do jego wycofania z rynku. Brzozowska K., *Business Angels na rynku kapitałowym. Motywacje, inwestowanie, efekty.* CeDeWu, Warszawa 2008, s. 12.

[3] W literaturze przedmiotu wyróżnia się dwa podstawowe etapy rozwoju przedsięwzięcia etap początkowy (*early stage)* - w ramach którego wyróżnia się trzy fazy rozwoju: zasiew, startu, wczesny wzrost- oraz etap ekspansji (*expansion stage)*, na który składają się trzy fazy: szybki wzrost, faza dojrzałości, faza schyłku. Brzozowska K.,

Przyjmując pięciofazowy rozwój przedsiębiorstw można każdej z tych faz przyporządkować odpowiednie źródła finansowania. Przedsięwzięcia znajdujące się na etapie początkowym w fazie zasiewu (*seed)* finansowane są głównie z oszczędności własnych inicjatorów projektu oraz środków pożyczonych od rodziny i przyjaciół. Podobnie finansowana jest faza start (*start-up)*, jednak przedsiębiorstwa na tym etapie mogą już liczyć również na wsparcie ze strony aniołów biznesu. Kredyty bankowe, kredyt kupiecki, factoring i leasing to formy finansowania dostępne we wczesnym rozwoju przedsiębiorstwa. Zasilenia przez fundusze *venture capital* oraz z rynku kapitałowego osiągalne są dla przedsiębiorstw znajdujących się w fazie szybkiego wzrostu i dojrzałości[4].

Finansowanie innowacji, ryzykownych projektów, małych i średnich przedsiębiorstw dysponujących niewielkim majątkiem i krótką działalnością związane jest z dużym ryzykiem. W związku z tym, ta grupa podmiotów ma ograniczone możliwości pozyskiwania kapitału w porównaniu z dużymi przedsiębiorstwami, dysponującymi odpowiednim majątkiem, wykwalifikowanymi pracownikami i historią kredytową. Finansowanie działalności i rozwoju innowacyjnych, małych i średnich przedsiębiorstw poprzez emisję akcji na giełdzie papierów wartościowych, ze względu na restrykcyjne wymogi, znaczące koszty emisji oraz złożone procedury uważa się za czasochłonne, kosztochłonne i często nieefektywne. Istnieje na ten temat szereg stereotypów częściowo potwierdzających się w praktyce[5].

Giełdy papierów wartościowych mając na względzie swój rozwój i wzrost konkurencyjności zaczęły tworzyć, obok rynku regulowanego, rynki alternatywne, charakteryzujące się bardziej liberalnymi wymogami dla przedsiębiorstw, niższymi kosztami i prostszymi procedurami. Organizacja i regulacje rynków alternatywnych są dostosowane do możliwości małych i średnich przedsiębiorstw o wysokim stopniu innowacyjności, tak by poprzez emisję akcji na tych rynkach mogły pozyskać kapitał na rozwój.

W referacie analizie poddano strukturę niemieckiego i austriackiego rynku papierów wartościowych, ze szczególnym uwzględnieniem kryteriów jakościowych i ilościowych wyróżniających rynki alternatywne. Celem artykułu jest porównanie warunków i kosztów emisji akcji na rynkach alternatywnym Niemiec i Austrii oraz ocena rozwoju tych rynków.

SYSTEMATYKA RYNKÓW ALTERNATYWNYCH

The systematic of alternative stock markets

Pierwsze rynki tworzone jako alternatywa do monopolistycznych giełd papierów wartościowych powstawały w Europie pod koniec lat 70. XX wieku. Z 28 rynków alter-

Business Angels… op.cit., s. 12-21, Węcławski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, WN PWN, Warszawa 1997, s. 23-24.

[4] Brzozowska K., *Business Angels…op. cit.*, s. 21.

[5] Szerzej: Śliwiński P., *Mikrofirma na giełdzie – mit czy rzeczywistość*, [w:] *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw.* Red. A. Bielawska, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2007, s. 337-344.

natywnych, powstałych w latach 1977-1999, przetrwał tylko *The Alternative Investment Market (AIM)* powołany i zorganizowany przez *London Stock Exchange.* Rynki tworzone obok głównych narodowych giełd papierów wartościowych nazywa się „nowymi rynkami" lub „rynkami alternatywnymi"[6].

W XXI wieku tworzenie rynków alternatywnych usankcjonowała w państwach członkowskich Unii Europejskiej dyrektywa MiFID z 2004 roku. W treści dyrektywy rozróżniono rynek regulowany od tzw. *Multilateral Trading Facility (MTF)* - w polskim ustawodawstwie zwanym alternatywnym systemem obrotu – który może być stworzony i regulowany przez przedsiębiorstwo inwestycyjne. W praktyce większość alternatywnych systemów obrotu tworzona jest przez spółki, które zarządzają giełdami papierów wartościowych w poszczególnych państwach członkowski UE. Jednak powstały również MTF tworzone nie przez tradycyjne giełdy, ale przez pozostałe przedsiębiorstwa inwestycyjne, tj. niezwiązane z organizacją ani zarządzaniem narodowymi giełdami papierów wartościowych. Do przedsięwzięć tego typu zalicza się: *Chi-X Europe Ltd*, *BATS European Market* oraz *Project Turquosie*[7].

Ze względu na fakt, że nie wszystkie rynki papierów wartościowych tworzone z myślą o innowacyjnych, małych i średnich przedsiębiorstwach tworzone są jako MTF, Federacja Europejskich Giełd Papierów Wartościowych nazywa je rynkami alternatywnymi – pojęcie to jest zakresowo szersze niż alternatywny system obrotu. W niniejszym referacie oba terminy – zarówno alternatywny system obrotu, jak i rynek alternatywny – będą używane, jednak z uwzględnieniem zakresu pojęciowego.

OPEN MARKET W STRUKTURZE *DEUTSCHE BÖRSE*

The Open Market in the structure of The Deutsche Börse

Historia frankfurckiej giełdy papierów wartościowych sięga IX wieku, kiedy to odbywały się nad Menem doroczne targi. Pierwsze transakcje wymiany walut miały miejsce w 1625 roku. Pod koniec XVII wieku zapoczątkowano handel instrumentami dłużnymi, natomiast pierwsza emisja akcji (tzw. certyfikatów udziałowych Narodowego Banku Austrii) odbyła się w 1820 r. Od 1993 *Frankfurter Wertpapierbörse* została przekształcona w *Deutsche Börse A.G.* [8]

Działające w ramach struktury niemieckiej giełdy papierów wartościowych rynki można podzielić biorąc pod uwagę kryterium organizacji rynku oraz kryterium standardu notowanych przedsiębiorstw (przejrzystości). Frankfurcka giełda papierów wartościowych oferuje

[6] Kordela D., *Alternatywne rynki papierów wartościowych w Europie – geneza, systematyka i rozwój*, [w:] red. W. Tarczyński, D. Zarzecki, *Finanse 2009, Rynki finansowe i ubezpieczenia*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego", nr 550, „Ekonomiczne Problemy Usług", nr 40, Szczecin 2009, s. 368-371.

[7] Kordela D., *Alternatywne rynki…op. cit.*, s. 374.

[8] Nowicki P., *Giełda papierów wartościowych w Niemczech – Deutsche Börse*, [w:] Ziarko-Siwek U., *Giełdy kapitałowe w Europie,* CeDeWu, Warszawa 2008, s. 101-103.

emitentom dwa rynki: rynek regulowany według prawa unijnego oraz rynek regulowany przez giełdę (rynek alternatywny). Na obu rynkach - zarówno na regulowanym, jak i alternatywnym - został ponadto dokonany dychotomiczny podział notowanych spółek. W wyniku czego wyróżniające się przedsiębiorstwa, tj.: spełniające wyższe wymagania ilościowe, jakościowe oraz informacyjne wyodrębniono w specjalnie utworzonym segmencie. W ramach rynku regulowanego stworzone są dwa segmenty: *Prime Standard* i *General Standard*. Natomiast z alternatywnego systemu obrotu *Opend Market* wydzielono segment *Entry Standard*[9].

Rynek alternatywny *Open Market* został utworzony głównie z myślą o spółkach, których akcje nie zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, rynek ten organizuje *Deutsche Börse AG*. Podobnie jak alternatywne rynki zorganizowane przez giełdy papierów wartościowych w innych europejskich krajach charakteryzuje się prostymi procedurami, minimalnymi wymogami wobec emitentów oraz niskimi kosztami związanymi z debiutem i późniejszą obecnością na giełdzie.

Akcje notowane na *Open Markt* podlegają nadzorowi niemieckiego federalnego urzędu nadzoru BaFin (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*), dodatkowo kształtowanie się cen kontrolowane jest przez instytucję nadzorującą handel HÜSt (*Handelsüberwachungsstelle*).

Niedługo po przekształceniu *Der Freiverkehr* w *Open Market* 25 października 2005 roku została zainicjowana działalność wyodrębnionego w ramach *Open Market* obszaru *Entry Standard*. Ukierunkowany on jest szczególnie na nowopowstałe małe i średnie przedsiębiorstwa. Nie zostały określone wymogi dotyczące jakichkolwiek wielkości, rynek ten nie jest też ukierunkowany na konkretne branże. *Entry Standard* wybierają spółki, które zostały dopuszczone do notowania w ramach *Open Market* jednak chcą być lepiej pozycjonowane, wyróżniać się od pozostały przedsiębiorstw, ale również zobowiązują się do przekazywania większej ilości informacji na rynek. Warunki dopuszczenia na *Entry Standard* są niewiele większe niż na samym *Open Market:* emitenci są zobowiązani do nawiązania współpracy z *Deutsche Börse Listing Partner* oraz muszą podpisać oświadczenie o obowiązkach emitenta i tym samym również ich przestrzegać[10].

Tab. 1. Struktura niemieckiego giełdowego rynku papierów wartościowych według kryterium organizacji rynku i obowiązków emitentów (przejrzystości)
The structure of the German stock exchange according to market's organization and transparency

Organizacja rynku	RYNEK REGULOWANY	RYNEK ALTERNATYWNY (OPEN MARKET)
Obowiązki emitentów (przejrzystość)	Prime Standard	Entry Standard
	General Standard	

Źródło: *Entry Standard, Maßgeschneiderter Kapitalmarktzugang für Small- und Midcaps.* Deutsche Börse Group 2008, s. 4.

[9] *Open Market* przed 10 październikiem 2005 roku istniał pod nazwą *Der Freiverkehr.*
[10] www.boerse-frankfurt.de z dnia 10.09.2009 r.

Obecność spółek na wyodrębnionym w ramach struktury rynku regulowanego (tab. 1) segmencie *Prime Standard* związana jest z wywiązaniem się z bardziej restrykcyjnych wymogów dotyczących m.in. przejrzystości i zakresu informacji przekazywanej inwestorom. *Prime Standard* został stworzony głownie z myślą o przedsiębiorstwach chcących dotrzeć do inwestorów z zagranicy, dlatego też notowane w ramach tego segmentu spółki muszą wywiązywać się z międzynarodowych praktyk przejrzystości i informowania inwestorów. Ponadto oprócz podstawowych wymogów *General Standard* są zobowiązane do publikowania raportów kwartalnych w języku niemieckim i angielskim, stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości (IAS lub US-GAAP), publikowanie kalendarza ogłaszania informacji finansowych, przeprowadzenie w ciąg roku przynajmniej jednej konferencji dla analityków, publikowanie komunikatów bieżących w języku angielskim[11].

Tab. 2. Warunki dopuszczenia akcji do obrotu na rynek regulowany i na rynek alternatywny *Deutsche Börse A.G.*
Differences between admission criteria of for Main Market and Open Market

Rynek regulowany	Rynek alternatywny
• prowadzenie przez emitenta działalności w formie przedsiębiorstwa co najmniej od 3 lat,	• złożenie wniosku o dopuszczenie do obrotu z rzetelnymi informacjami o emitencie,
• przewidywana wartość rynkowa dopuszczonych akcji lub kapitał własny emitenta równy co najmniej 1,25 mln euro,	• złożenie prospektu lub *expose* - uproszczonego dokumentu dopuszczającego,
• *free float* na poziomie co najmniej 25%,	• podjęcie współpracy z *Listing Partner,*
• przygotowanie prospektu emisyjnego.	• podpisanie oświadczenia o obowiązkach emitenta.

Źródło: Nowicki P., *Giełda papierów wartościowych w Niemczech – Deutsche Börse*, [w:] Ziarko-Siwek U., *Giełdy kapitałowe w Europie,* CeDeWu, Warszawa 2008, s. 101-103, *Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse* z dnia 15.04.2009 r., *Entry Standard Maßgeschneiderter Kapitalmarktzugang für Small- und Midcap*, Deutsche Börse Group 2008 r.

Potencjalni emitenci chcący wprowadzić swoje akcje do obrotu na rynku alternatywnym *Open Market*, podobnie jak w modelu londyńskiego AIM czy na polskim NewConnect, mają do wyboru przeprowadzenie oferty publicznej lub prywatnej akcji. Organizując ofertę publiczną firmy są zobligowane do przygotowania prospektu emisyjnego według wymogów instytucji nadzoru, natomiast przy ofercie prywatnej dokumentu informacyjnego. Przedsiębiorstwa planujące debiut w alternatywnym systemie obrotu są wpierane przez tzw. *Listing Partner*[12], doradcy Ci pomagają debiutantowi w procesie przygotowań, a także później w spełnianiu obowiązków wynikających z wprowadzenia

[11] Nowicki P., *Giełda papierów.., op. cit.*, s. 108-109.
[12] W Polsce odpowiednikiem są Autoryzowani Doradcy.

akcji do obrotu. Do ich głównych zadań należą: poinformowanie emitenta o obowiązkach i zasadach alternatywnego systemu obrotu oraz doradztwo w przygotowywaniu wymaganej dokumentacji[13]. *Deutsche Börse* nadaje status *Listing Partner* niezależnym usługodawcą po ocenie ich wniosku, zawierającego profil działalności, doświadczenie i referencje. Decyzje o dopuszczeniu akcji przedsiębiorstwa do obrotu podejmuje *Deutsche Börse* jako organizator rynku.

Tab. 3. Obowiązki informacyjne notowanych przedsiębiorstw na rynku regulowanym i na rynku alternatywnym *Deutsche Börse A.G.*
Differences between rules for companies listed on Main Market and Open Market

	Rynek regulowany		**Rynek alternatywny**
General Standard	• publikowanie raportów bieżących, • stosowanie międzynarodowych standardów rachunkowości (IFRS/IAS lub US-GAAP), • publikowanie sprawozdań finansowych – rocznych i kwartalnych.	*Open Market*	• publikowanie zaudytowanego rocznego bilansu wraz z raportem o sytuacji przedsiębiorstwa • publikowanie raportów półrocznych, • zamieszczanie na stronie internetowej aktualnych informacji i kalendarza przedsiębiorstwa, • podawanie bez zwłoki wszelkich zmian, informacji i danych, które mogłyby wpływać na zmianę ceny akcji.
Prime Standard	• raporty kwartalne w językach niemieckim i angielskim, • publikacja kalendarza ogłaszania informacji finansowych, • przeprowadzania w ciągu roku przynajmniej jednej konferencji dla analityków, • publikowanie raportów bieżących w języku angielskim.	*Entry Santadr*	• bardziej restrykcyjne wymogi odnośnie do polityki informacyjnej przedsiębiorstwa.

Źródło: Nowicki P., *Giełda papierów wartościowych w Niemczech – Deutsche Börse*, [w:] Ziarko-Siwek U., *Giełdy kapitałowe w Europie,* CeDeWu, Warszawa 2008, s. 101-103, *Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse* z dnia 15.04.2009 r., *Entry Standard Maßgeschneiderter Kapitalmarktzugang für Small- und Midcap*, Deutsche Börse Group 2008 r.

Warunki, które muszą spełnić potencjalni emitenci chcący wprowadzić akcje do obrotu na *Open Market* oraz obowiązki dla notowanych na rynku alternatywnym przedsiębiorstw są ograniczone w porównaniu z rynkiem regulowanym (tab. 1 i tab. 2). Spółka notowana na *Open Market* zwolniona jest z obowiązku przygotowywania i publikowania raportów kwartalnych oraz raportów bieżących. Dużym uproszczeniem procedury jest brak konieczności sporządzania prospektu emisyjnego.

Wymogi obowiązujące na *Open Market* sprowadzają się do:

[13] *Entry Standard, Maßgeschneiderter Kapitalmarktzugang für Small- und Midcaps*. Deutsche Börse Group 2008, s. 10.

- publikowania na stronie internetowej zaudytowanego rocznego bilansu wraz z raportem o sytuacji przedsiębiorstwa, najpóźniej sześć miesięcy po zakończeniu roku,
- publikowania raportów półrocznych,
- zamieszczania na stronie internetowej aktualnych informacji i kalendarza przedsiębiorstwa,
- podawania bez zwłoki wszelkich zmian, informacji i danych, które mogłyby wpływać na zmianę ceny akcji.

Emitentów na *Open Market,* w tym także *Entry Standard,* nie obowiązują regulacje zawarte w niemieckim prawie obrotu papierami wartościowymi[14], ponieważ nie są to regulowane rynki według prawa. W przeciwieństwie do emitentów, których akcje są notowane na rynku regulowanym nie mają obowiązku publikowania raportów bieżącej sytuacji spółki.

Koszty obecności na rynku alternatywnym są niższe niż opłaty obowiązujące na rynku regulowanym. Emitenci przygotowujący emisję publiczną (mający obowiązek sporządzenia prospektu emisyjnego) uiszczają opłatę za dopuszczenie do obrotu w wysokości 750 euro, natomiast przedsiębiorstwa nie przygotowujące prospektu płacą 1250 euro. Roczny koszt obecności na rynku wynosi 5000 euro, opłata pobierana jest kwartalnie[15].

Na rynku *Open Market* mogą być notowane różne instrumenty finansowe i przedsiębiorstwa z tego korzystają, faktycznie notowane są poza akcjami: papiery dłużne (ponad 20 000 różnych rodzajów), opcje i certyfikaty (ponad 365 000)[16].

Statystyki Federacji Europejskich Giełd Papierów Wartościowych (FESE) oraz Światowej Federacji Giełd (WFE) uwzględniają *Entry Standard* jako rynek alternatywny, więc *Entry Standard* będący segmentem *Open Market* traktowany jest jako alternatywny system obrotu. Według danych WFE na koniec 2008 roku na *Entry Standard* notowanych było 115 przedsiębiorstw (z czego 11 to przedsiębiorstwa spoza Niemiec) a kapitalizacji rynku wynosiła 10 567 mln USD.

REGULACJE I ORGANIZACJA AUSTRIACKIEGO *DRITTER MARKT*

Regulation and organization of The Dritter Markt

Giełda wiedeńska została założona przez cesarzową Marię Teresę w 1771 roku. Akcje wprowadzono do obrotu po raz pierwszy w 1818 roku, emitentem był Austriacki Bank Narodowy[17].

---

[14] Wertpapierhandelsgesetz (WpHG).

[15] *Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse* z dnia 15.04.2009 r., s. 20.

[16] *Entry Standard, Maßgeschneiderter Kapitalmarktzugang für Small- und Midcaps.* Deutsche Börse Group 2008, s. 4.

[17] Cesarz K., *Giełda papierów wartościowych w Austrii – Wiener Börse A.G.,* [w:] Ziarko-Siwek U., *Giełdy kapitałowe w Europie,* CeDeWu, Warszawa 2008, s. 293.

Wiedeńska giełda papierów wartościowych (*Wiener Börse*) w swej strukturze wyróżnia zarówno rynek regulowany - prowadzone są dwa rynki *Amtlicher Handel* (*Official Market)* i *Geregelter Freiverkehr (Second Regulated Market)* - oraz alternatywny system obrotu, tzw. *Dritter Markt (Third Market). Dritter Markt* funkcjonuje od 1 listopada 2007 roku, kiedy to zostało znowelizowane prawodawstwo dotyczące rynku giełdowego z uwagi na implementację unijnej dyrektywy MiFID. Wcześniej *Dritter Markt* funkcjonował jako rynek nieregulowany[18].

W 2002 roku wprowadzony został dodatkowy podział austriackiego rynku giełdowego na trzy segmenty: *prime market, mid market* oraz *standard market.* Przedsiębiorstwa są kwalifikowane do segmentów z uwzględnieniem kryterium jakości notowanych na nim spółek, co wyraża się w spełnieniu przez przedsiębiorstwa dodatkowych wymogów oprócz tych regulowanych przez ustawę o rynku papierów wartościowych (*Austrian Stock Exchange Act).* Do warunków branych pod uwagę przy klasyfikacji do odpowiedniego segmentu należą: bardziej restrykcyjne obowiązki sprawozdawczości finansowej oraz wymogi jakościowe i informacyjne. Austriacki rynek papierów wartościowych podział na rynek regulowany i alternatywny system obrotu traktuje tylko jako regulację prawną. Za istotniejszy uważany jest podział na trzy wspomniane segmenty „jakościowe". Papiery udziałowe należące do segmentu *prime market* oraz *standard market* muszą być wyemitowane na rynku regulowanym. Natomiast do segmentu *mid market* przynależne mogą być akcje spółek, które weszły na rynek regulowany, a także na *Dritter Markt. Mid market* jako segment zaczął funkcjonować 18 lipca 2007 roku, głównie z myślą o przedsiębiorstwach z relatywnie małym zapotrzebowaniem na kapitał. Emitenci muszą się zobowiązać do przestrzegania podwyższonych wymogów dotyczących kryteriów jakości, przejrzystości i informacji.

Z powodu prezentowania danych przez *Wiener Börse* z podziałem na trzy segmenty rynku, bez uwzględnienia rozróżnienia między rynkiem regulowanym a alternatywnym systemem obrotu, w Polsce błędnie za alternatywny system obrotu (MTF) uważany jest często segment *mid market* a nie *Dritter Markt*. W analizach tworzonych na potrzeby polskiego rynku również podawane są wielkości dotyczące *mid market*. Jednak organizacje zrzeszające giełdy zarówno FESE, jak i WFE w raportach i statystykach poprawnie uwzględniają *Dritter Markt* jako alternatywny system obrotu.

Mid market jest segmentem intensywnie promowanym przez giełdę austriacką. W ramach tego segmentu mogą być notowane akcje spółek już obecnych na giełdzie, a także akcje debiutantów, ubiegających się o wprowadzenie akcji zarówno na rynek regulowany jak i *Dritter Markt.* Potencjalni emitenci muszą dysponować bilansem co najmniej za jeden pełny rok. Co oznacza, że ustalono minimalną historię notowanego przedsiębiorstwa na 1 rok.

Podobnie jak niemieckim *Open Market,* londyńskim AIM, a także polskim NewConnect przedsiębiorcy planujący wprowadzenie akcji do obrotu w segmencie *mid market*

[18] www.ots.at z dnia 06.04.2009 r.

współpracują z doradcą w Austrii tzw. *Capital Market Coach* (CMC), który wspiera i doradza firmie przed i po debiucie. Do jego głównych zadań należą[19]:

- przedstawienie możliwości zasileń z rynku kapitałowego i wynikających z upublicznienia akcji konsekwencji, w tym obowiązków,
- doradztwo w procesie przygotowań do przeprowadzenia pierwszej oferty (IPO),
- wsparcie zarówno przy dopuszczaniu jak i wprowadzaniu akcji do publicznego obrotu,
- pomoc i doradztwo w wypełnianiu obowiązków emitenta,
- szkolenia odpowiedzialnych za kontakt z inwestorami odnośnie do obowiązków emitenta,
- coroczne podsumowanie dotyczące dalszego rozwoju emitenta w zakresie obecności na rynku kapitałowym.

Spółki notowane na *Dritter Markt* zobowiązane są do corocznego publikowania na stronach internetowych następujących sprawozdań finansowych: bilansu rocznego oraz sprawozdania międzyokresowego po każdym półroczu. W publikowanych informacjach powinny znaleźć się informacje o sytuacji finansowej firmy w danym okresie jak i prognozy dotyczące kolejnych miesięcy. Przedsiębiorstwa notowane na rynku regulowanym (*Amtlicher Handel* i *Geregelter Freiverkehr)* w zakresie sprawozdań finansowych nie mają znacząco bardziej restrykcyjnych zobowiązań[20]. Różnice występują w zakresie publikacji raportów – terminy są krótsze na rynkach regulowanych - cztery miesiące dla rocznych (dla *Dritter Markt* pięć miesięcy) i dwa miesiące dla półrocznych (dla *Dritter Markt* trzy miesięce). Dużą wagę regulacje *Wiener Börse* przywiązują do publikowania na stronach internetowych wszelkich istotnych informacji dotyczących finansów firmy, dywidendy czy walnych zebrań akcjonariuszy[21].

Spółki planujące emisję muszą uzyskać zgodę zarządu giełdy, w uzasadnionych przypadkach decyduje również o wycofaniu akcji z obrotu.

Koszty emisji akcji na *Dritter Markt* są wyższe niż na niemieckim *Entry Standard,* w zależności od wielkości emisji wynoszą od 1 500 do 43 500 euro, natomiast roczna opłata za obecność na rynku jest niewielka, bowiem wynosi zaledwie 145 euro (dla porównania w polskim alternatywnym systemie obrotu NewConnect opłata roczna wynosi 3 000 zł)[22].

Na austriackim *Dritter Markt* według raportu *The World Federation of Exchanges* za 2008 rok notowanych było 35 przedsiębiorstw (z czego 10 z zagranicy), kapitalizacja rynku wynosiła 1 515 mln USD.

---

[19] *Regelwerk Mid Markt,*2007, wienerboerse.at z 15.maja 2009 r., s. 6-7.
[20] Oprócz raportów rocznych i półrocznych, dodatkowo muszą publikować raporty kwartalne.
[21] *Regelwerk Mid Markt,*2007, wienerboerse.at,15.05.2009 r. s. 6.
[22] www.wienerboerse.at z 20.05.2009 r.

PODSUMOWANIE

Summary

Nie tylko w Europie, ale również w państwach Azji i Ameryki Południowej, tworzone są rynki ukierunkowane na potrzeby kapitałowe i możliwości małych i średnich przedsiębiorstw. *The World Federation of Exchanges* publikuje statystyki 37 rynków alternatywnych, w tym 16 to alternatywne systemy obrotu zlokalizowane w Europie. Ich rozwój mierzony corocznym wzrostem kapitalizacji oraz wzrastającą liczbą notowanych spółek dowodzi, że ich istnienie i funkcjonowanie jest zasadne. Na przykładzie rynków alternatywnych i notowanych na nich przedsiębiorstw można stwierdzić, że rynek giełdowy może stanowić źródło finansowania podmiotów gospodarczych również na etapie ich wczesnego rozwoju, a nie tylko dojrzałości.

Rynki alternatywne charakteryzują się mniejszymi wymogami, jednak regulacje *Entry Standard* i *Dritter Markt* uświadamiają, że ta „liberalizacja obowiązków" jest ograniczona i w rzeczywistości przedsiębiorstwa poddawane są rzetelnej i regularnej kontroli. Niewątpliwą zaletą tych rynków są niższe koszty związane z debiutem i późniejszą obecnością na rynku. Nie bez znaczenia jest fakt, że małe i średnie przedsiębiorstwa jeżeli nawet zostałyby dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym zginęłyby w ogromnej liczbie, często prestiżowych, spółek. Rynki alternatywne umożliwiają pokazanie się, zaprezentowanie swojej działalności oraz co najważniejsze zdobycie niezbędnego do rozwoju kapitału.

Rynki alternatywne wpisują się w strukturę ważniejszych giełd europejskich. Zauważalną tendencją jest również wyróżnianie w ramach segmentu przedsiębiorstw spełniających wyższe wymagania i prezentujących wyższe standardy. Struktura notowanych na rynkach alternatywnych przedsiębiorstw pokazuje przewagę przedsiębiorstw krajowych notowanych na rynkach alternatywnych Niemiec i Austrii. Zatem głównym celem tworzenia rynków alternatywnych nie jest wyłącznie chęć budowania strategii konkurencyjnej giełdy (identyfikowanej jako przedsiębiorstwo organizujące obrót papierami wartościowymi), ale również rozwój krajowej przedsiębiorczości.

Z punktu widzenia budowania konkurencyjności Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz polskiej przedsiębiorczości ważne są kierunki rozwoju oraz siła niemieckiej giełdy (największej pod względem kapitalizacji na kontynencie) oraz austriackiej – uważanej na głównego konkurenta GPW w regionie.

SUMMARY

The financing of innovative projects, small and medium companies involved higher risks for both shareholders and creditor. The innovative, smaller growing companies with little assets have difficulties with accessing capital for development. In Europe stock markets (alternative markets) have been organized with the objective to offer small and

medium companies the opportunity to raise capital. This stock markets, called in EU Directive *Multilateral Trading Facility,* characterize by lower cost, simpler procedure and liberal admission criteria. In this article the structure and the organization of German and Austrian alternative markets have been analyzed. The special attention was paid on the admission criteria, issuing costs, companies' duties and markets' development.

mgr Dominika Kordela, Uniwersytet Szczeciński