

Majka Rucińska*

ORCID: 0000-0003-0513-1993

Instytut Nauk Prawnych Polskiej Akademii Nauk

<https://doi.org/10.19195/1733-5779.35.7>

***Dual listing* jako czynnik europejskiej integracji rynków kapitałowych — zagadnienia wprowadzające**

JEL Classification: F6, G15, K22

Słowa kluczowe: *dual listing*, notowanie równoległe, notowanie zagraniczne, emitent zagraniczny, rynek kapitałowy

Keywords: dual listing, cross listing, foreign listing, foreign issuer, capital market

Abstrakt: Niniejsze opracowanie jest wprowadzeniem do problematyki *dual listingu* (zwanego inaczej *cross-listingiem*, notowaniem równoległym, notowaniem podwójnym), to jest jednoczesnego notowania akcji spółki na co najmniej dwóch parkietach giełdowych, materii rzadko poruszanej w doktrynie. Artykuł analizuje *dual listing* jako czynnik integracji europejskich rynków kapitałowych i dotyczy najważniejszych dla omawianego tematu kwestii terminologicznych.

Dual listing as a factor of European capital markets integration — introductory issues

Abstract: This paper provides an introduction to the problems relating to dual listings (also referred to as cross-listings, parallel listings, double listings), i.e. simultaneous listings of a company's shares on at least two stock exchanges, subject rarely discussed in doctrine. The paper analyses dual listing as a factor of the integration of the European capital markets and touches upon terminological issues of key importance for the subject.

Pojęcie *dual listingu*

Dual listing — zwany inaczej *dual-listingiem*, *cross-listingiem*, notowaniem równoległym, notowaniem podwójnym — jest jednoczesnym notowaniem akcji spółki na co najmniej dwóch parkietach giełdowych¹. W kontekście *dual listingu*

* Opiekun naukowy (Scientific Tutor) — dr hab. Andrzej Herbert, prof. KUL

¹ A. Chłopecki, *Dual listing*, [w:] *Prawo rynku kapitałowego*, red. A. Chłopecki, M. Dyl, Warszawa 2015, s. 81.

najczęściej mowa o notowaniach zagranicznych, choć możliwe jest także notowanie równoległe w granicach jednego państwa, o ile tylko funkcjonuje w nim więcej niż jedna giełda papierów wartościowych². Notowanie równoległe to metoda pozyskiwania kapitału z kilku źródeł jednocześnie, zakładająca jego poszukiwanie poza rynkiem państwa emitenta.

Rynek papierów wartościowych uważany jest za najmniej zintegrowany segment rynku finansowego Unii Europejskiej (dalej: UE)³, albowiem stosowne regulacje go dotyczące pojawiły się później niż w innych sektorach gospodarki⁴. Obecnie integracja UE kładzie spory nacisk na konsolidację depozytów papierów wartościowych oraz standaryzację notowania instrumentów finansowych, w tym akcji, na wielu rynkach jednocześnie. Oferty publiczne akcji przeprowadzane w formule *dual listing* są bezpośrednio związane z postulatem sympatyków unii rynków kapitałowych w postaci zmiany formuły finansowania przedsiębiorstw, polegającej na zwiększeniu udziału finansowania poprzez rynki kapitałowe (wobec finansowania bankowego).

Cele dual listingu

Celów notowań równoległych może być kilka — począwszy od promocji spółki na zagranicznym rynku, przez zwiększenie płynności, pozyskanie nowych inwestorów, a w konsekwencji także poprawę wyceny spółki, po uzyskanie „waluty” na przejmowanie innych spółek — na przykład jeżeli spółka planuje nabywanie innych przedsiębiorstw w państwie przyjmującym, może zapłacić ich dotychczasowym właścicielom swoimi akcjami⁵. Jednym z czynników motywujących spółki do szukania dodatkowych możliwości finansowania poza granicami swojej siedziby jest niechęć zagranicznego kapitału do ryzykownych inwestycji, a za takie uważane są między innymi rynki wschodzące. „Umiedzynarodowienie” akcji spółki to z punktu widzenia wielu spółek szansa na otwarcie się na nowe możliwości. Najczęściej to właśnie spółki z rynków wchodzących, motywowane chęcią dotarcia do szerszej grupy międzynarodowych inwestorów, decydują się na notowanie zagraniczne swoich akcji.

Poprzednio to zagraniczni emitenci częściej szukali pieniędzy na warszawskiej giełdzie, obecnie tendencja jest zgoła odmienna. W przypadku polskich spółek

² Investopedia w definicji pojęcia *dual listing* przywołuje przykład spółki Hewlett-Packard (HP), której akcje „notowane są zarówno na Nowojorskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (NYSE), jak i NASDAQ” — <https://www.investopedia.com/terms/d/duallisting.asp> (dostęp: 24.09.2020).

³ Na przykład L. Oręziak, *Kierunki zmian w funkcjonowaniu rynku finansowego Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 7.

⁴ *Ibidem*. Wynika to między innymi z dominacji sektora bankowego nad rynkiem kapitałowym — zjawisko przez wiele lat było cechą charakterystyczną rynku finansowego Europy kontynentalnej.

⁵ *Droga na giełdę. Jak przygotować spółkę do emisji publicznej*, Warszawa 2008, s. 50, 51.

wyjście na zagraniczne rynki stanowi kluczową metodę poszukiwania nowego kapitału po przeprowadzonej reformie Otwartych Funduszy Emerytalnych (dalej: OFE), które przez długi czas były źródłem kapitału dla polskich spółek. Odcięcie tego kapitału wskutek reformy OFE zmusiło krajowych emitentów do intensyfikacji poszukiwań kapitału poza granicami Polski⁶.

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych a *dual listing*

Podwójne notowanie akcji wymagało stworzenia przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (dalej: KDPW) systemu transferu akcji między poszczególnymi parkietami, aby możliwe było nabycie akcji na jednej giełdzie i ich zbycie na drugiej, a także systemu rozliczeń pieniężnych, na przykład dywidend⁷. Jest to możliwe dzięki współpracy instytucji depozytowo-rozliczeniowych — KDPW i jego zagranicznych odpowiedników.

KDPW odgrywa w procesie *dual listingu* jedną z głównych ról, polegającą na pośrednictwie między inwestorem a zagraniczną spółką. Realizując rozrachunki transakcji na rynku międzynarodowym, KDPW współpracuje z wiodącymi systemami zagranicznymi. To dzięki połączeniom operacyjnym KDPW z zagranicznymi instytucjami depozytowymi możliwy jest rozrachunek zagranicznych spółek notowanych w formule *dual listing*.

Działalność centralnego depozytu papierów wartościowych (*central securities depository*) oraz centralnych kontrpartnerów jest instytucjonalną gwarancją terminowego przeprowadzania transakcji. Regulowana jest ona między innymi rozporządzeniem CSDR⁸, a samo jego istnienie w obrocie to jasny sygnał, że z perspektywy UE kwestie depozytów papierów wartościowych i ich współpracy są istotne. Rozporządzenie CSDR ujednoliciło podstawy prawne prowadzenia rozrachunku papierów wartościowych i działalności centralnych depozytów papierów wartościowych, określając wymogi ostrożnościowe, w tym organizacyjne,

⁶ Wnioski na podstawie raportu *Wpływ reformy OFE na polski rynek kapitałowy. Analiza Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych*, http://seg.org.pl/sites/seg13.message-asp.com/files/wpływ_reformy_ofe_na_polski_rynek_kapitałowy_-_analiza_seg_0.pdf (dostęp: 24.09.2020).

⁷ Pokazuje to choćby historyczny przypadek Bank Austria Creditanstalt (BACA), który jako pierwsza zagraniczna spółka równolegle zadebiutował na GPW (2003). Dywidenda BACA była nominowana w euro, a do takiej sytuacji nie był przystosowany ówczesny system rozliczeniowy NBP, wykorzystywany do obsługi wypłat. Wówczas KDPW skorzystał z pomocy Kredyt Banku. Z technicznego punktu widzenia operacja wyglądała następująco: BACA przeniósł środki z konta w OeKB na rachunek pieniężny prowadzony przez Kredyt Bank na rzecz KDPW. Następnie KDPW przełał pieniądze na konta biur maklerskich, a te na rachunki polskich akcjonariuszy BACA. Było to rozwiązanie tymczasowe, stosowane do czasu dostosowania systemu rozliczeniowego. Zob. <http://www.parkiet.com/artykul/363549.html> (dostęp: 24.09.2020).

⁸ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 909/2014 z 23 lipca 2014 roku w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniającego dyrektywę 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz.U. UE L Nr 257 ze zm., s. 1).

personalne, kapitałowe oraz zasady licencjonowania i nadzoru nad ich działalnością, a także prowadzenia na podstawie jednolitego paszportu działalności transgranicznej. Rozporządzenie to stanowi istotny element jednolitych ram prawnych unii rynków kapitałowych i przyczynia się do usunięcia istniejących barier w zakresie rozliczania i rozrachunku transgranicznych transakcji na rynku papierów wartościowych⁹. W preambule rozporządzenia CSDR wskazano, że motywy jego wydania stanowiły między innymi:

rosnąca liczba rozrachunków o charakterze transgranicznym, potrzeba utworzenia bardziej zintegrowanego rynku usług depozytowych, zapewnienia w ramach UE możliwości inwestowania we wszystkie unijne papiery wartościowe z taką samą łatwością i przy zastosowaniu takich samych procedur jak w przypadku krajowych papierów wartościowych¹⁰.

Jak wskazano — obecnie rynki rozrachunków w UE pozostają rozdrobnione w poszczególnych państwach, a rozrachunki o charakterze transgranicznym są kosztowne ze względu na odmienność postanowień przepisów państw członkowskich UE oraz ograniczoną konkurencję między depozytami. Wreszcie, zgodnie z preambułą aktu, „utworzenie zintegrowanego rynku rozrachunku papierów wartościowych, bez rozróżniania krajowych i transgranicznych transakcji na papierach wartościowych, jest potrzebne dla właściwego funkcjonowania rynku wewnętrznego”.

Dodatkowo warto nadmienić, że wprowadzenie w ostatnich latach jednolitych standardów ochrony inwestorów w ramach UE (między innymi wskutek wejścia w życie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku [rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku] oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE) pozwoliło na ograniczenie kosztów sprawowanego nadzoru, dzięki zaś unifikacji na podstawie rozporządzenia prospektowego obowiązków prospektowych uproszczeniu uległy procedury warunkujące dostęp emitentów do rynków kapitałowych poszczególnych państw UE.

Globalizacja a notowania równoległe

Wzmoczona integracja systemów finansowych osiągnęła niespotykany dotąd poziom¹¹, wpłynęła na zwiększone transgraniczne przepływy kapitałowe, ści-

⁹ A. Drwiłło *et al.*, *Instytucje i usługi na rynkach kapitałowych Unii Europejskiej*, [w:] *eidem*, *System prawnofinansowy Unii Europejskiej*, Warszawa 2017, <https://sip.lex.pl/#/monograph/369412322/104> (dostęp: 24.09.2020).

¹⁰ Pkt 4 preambuły CSDR.

¹¹ W kontekście historycznego ujęcia globalizacji zob. R. Baldwin, P. Martin, *Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences*, [w:] *Globalisation and Labour*. J.C.B., red. H. Siebert, Tübingen 1999; M. Bordo, B. Eichengreen, D. Irwin, *Is globalization today really different than globalization a hundred years ago?*, Cambridge, MA 1999; J. Lothian, *The*

ślejsze powiązania między rynkami finansowymi oraz częstszą obecność spółek państw przyjmujących na świecie.

Każdorazowo krąg inwestorów oraz zasób kapitału dostępne na rynku międzynarodowym są znacznie szersze niż na rynku macierzystym emitenta. Znalezienie przez spółkę inwestora na rynku zagranicznym, który byłby zainteresowany inwestycją w spółkę, może okazać się łatwiejsze poza granicami kraju jej siedziby od pozyskania inwestora lokalnie i choćby z tego względu spółki planujące ekspansję często podejmują decyzję o dual listingu. Jest on wówczas rozwiązaniem tak dogodnym, że nie wiąże się z opuszczaniem krajowego parkietu.

Warto w tym miejscu nadmienić, że obecnie alternatywnym wobec dual listingu środkiem pozyskiwania kapitału na zagranicznych rynkach kapitałowych są kwity depozytowe (*depository receipts*)¹². W świetle art. 3 pkt 30 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi¹³ kwit depozytowy jest papierem wartościowym wystawionym przez instytucję finansową, w którym inkorporowane jest prawo do zamiany tego papieru wartościowego na określone papiery wartościowe w proporcji wskazanej w warunkach emisji, przejście na właściciela tego papieru wartościowego praw majątkowych stanowiących pożytki papierów wartościowych lub ich równowartości oraz, w przypadku akcji, możliwość wydania przez właściciela tego papieru jego emitentowi wiążącej dyspozycji co do sposobu głosowania na walnym zgromadzeniu. Kwity depozytowe mogą być wystawiane jako amerykańskie kwity depozytowe (*american depository receipts*, dalej: ADR) lub globalne kwity depozytowe (*global depository receipts*, dalej: GDR). ADR-y są wystawiane, notowane w dolarach i podporządkowane regulacjom amerykańskim, GDR-y zaś — regulacjom innych państw niż USA¹⁴. Co istotne, kwit depozytowy umożliwia „nabywanie” akcji spółek zagranicznych również w sytuacji, w której przepisy prawa państwa obcego ograniczają inwestycje na rynkach zagranicznych, co ma często miejsce, na przykład w przypadku funduszy emerytalnych i funduszy inwestycyjnych¹⁵. Kwity depozytowe różnią się od akcji notowanych w formule

internationalization of money and finance and the globalization of financial markets, „Journal of International Money and Finance” 21, 2002, nr 6. Kompleksowego przeglądu metod integracji dokonali między innymi M.A. Kose *et al.*, *Financial globalization: A reappraisal*, Stanford, CA 2006.

¹² Tematykę kwitów depozytowych w polskim piśmiennictwie poruszają między innymi: M. Wierzbowski, *Kwity depozytowe (ADR-y i GDR-y) jako środek pozyskiwania kapitału*, „Monitor Prawniczy” 1995, nr 11; *idem*, *Problemy obrotu prawami do polskich papierów wartościowych na rynkach obcych*, „Państwo i Prawo” 1994, nr 5; A. Frankowska-Budzeń, *Rynek papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych*, „Rzeczpospolita” 28.04.1995.

¹³ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn. Dz.U. z 2020 r. poz. 89).

¹⁴ M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 515.

¹⁵ Por. np. art. 146 ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2004 r. Nr 159, poz. 1667); art. 93 ustawy z dnia 27 maja 2004 roku

dual listing tym, że pozwalają pozyskać kapitał bez konieczności bezpośredniego uczestnictwa w zagranicznym rynku kapitałowym¹⁶ i są często o tak atrakcyjne dla spółek, że wiele z nich nie chce wchodzić na zagraniczną giełdę i ponosić związanych z zagranicznym notowaniem kosztów.

Spółki posiadające kwity depozytowe decydowały się na wprowadzenie swoich programów jeszcze w latach dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia ze względu na występujące wówczas ograniczenia bezpośredniego inwestowania w akcje. Od tego czasu jednak GPW znacznie się rozwinęła — wzrosła płynność notowanych na niej walorów, zwiększyło się również zaufanie zagranicznych podmiotów do GPW oraz dostęp dla polskich emitentów do innych parkietów. Dawne emisje miały przede wszystkim wypromować spółki na zagranicznych rynkach. W ocenie autorki GDR-y i ADR-y spełniły swą funkcję wobec dużych polskich spółek i były elementem ewolucji europejskiego rynku kapitałowego, który wskutek integracji europejskiej i opisanego dalej jednolitego paszportu europejskiego stał się rynkiem globalnym, wolnym od ograniczeń, które wymuszały stosowanie przybliżeń w zarysie rozwiązań.

Zasada jednolitego paszportu

Obecnie spółka z UE występująca jako emitent akcji, którego prospekt emisyjny został zatwierdzony w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego (dalej: KNF), może zabiegać o kapitał we wszystkich państwach członkowskich UE bez konieczności ponownego zatwierdzania dokumentu ofertowego. Jego akceptacja przez organ nadzoru w państwie pochodzenia oznacza bowiem uzyskanie przez spółkę tak zwanego jednolitego paszportu europejskiego (*single passport*)¹⁷, wprowadzonego do prawa unijnego w dyrektywie prospektowej¹⁸, a obecnie funkcjonującego w obrocie za sprawą rozporządzenia prospektowego¹⁹.

o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2004 r. Nr 146, poz. 1546); S. Thiel, *Rynek kapitałowy i terminowy*, Warszawa 2007, s. 14.

¹⁶ M. Czajkowska, *Formy pozyskiwania kapitału przez spółki akcyjne*, „Prawo Przedsiębiorcy” 2000, nr 50, s. 27, 28.

¹⁷ M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, *Zasada jednolitego paszportu*, [w:] *eidem*, *Europejskie prawo spółek*, t. 4. *Spółki zagraniczne w Polsce*, Warszawa 2017, <https://sip.lex.pl/#/monograph/369183537/209> (dostęp: 24.09.2020); A. Drwiłło *et al.*, *Podmioty uczestniczące w świadczeniu usług płatniczych*, [w:] *eidem*, *System prawnofinansowy...*

¹⁸ Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 roku w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.U. UE L z 31.12.2003 r. Nr 345, s. 64–89).

¹⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 roku w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.U. UE L z 30.06.2017 r. Nr 168, poz. 12).

Rozporządzenie prospektowe rozwiązuje problem transgranicznego obrotu papierami wartościowymi w zakresie obowiązku prospektowego w ramach UE. Wystarczy, że właściwy organ państwa przyjmującego (to jest innego państwa UE) uzyska od organu państwa macierzystego tak zwaną notyfikację zatwierdzenia prospektu emisyjnego.

Z preambuły rozporządzenia wynika, że głównym celem regulacji było urzeczywistnienie skutecznego funkcjonowania rynku wewnętrznego w zakresie szerokiej gamy papierów wartościowych. Celu, co zaznaczono jeszcze w preambule dyrektywy prospektowej, nie udało się zrealizować za pomocą wcześniej obowiązujących dyrektyw — zrodziło to potrzebę ulepszenia i ujednolicenia regulacji prawnych, a w rezultacie doprowadziło właśnie do wydania rozporządzenia prospektowego. W przypadku spółek zagranicznych, mających siedzibę na terytorium UE, eliminuje ono potrzebę starania się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu przez polski organ nadzoru (KNF). Ma to szczególne znaczenie dla notowań równoległych realizowanych w ramach UE. Wprowadzenie spółki z siedzibą na terenie UE na inną europejską giełdę jest dlatego, ze względu na istnienie jednolitego europejskiego paszportu, procedurą, którą udaje się ukończyć w dość krótkim czasie.

Tło ekonomiczne dual listingów

Bariery inwestycyjne skutkowały tym, że inwestorzy historycznie posiadali w swoich portfelach o wiele więcej akcji spółek krajowych, niż wskazywałyby na to teoria portfelowa²⁰ (tak na przykład: Grinblatt, Keloharju²¹ oraz Stulz²²). Jest to konsekwencja efektu *home bias*, objawiającego się jako skłonność do preferowania krajowych instrumentów finansowych przez inwestorów. Kilka czynników może wywoływać ten efekt, między innymi opodatkowanie i koszty transgranicznych transakcji, może on też być umotywowany kulturowo lub językowo. Większość analiz wskazuje, że prawdziwym powodem inwestowania wyłącznie na lokalnym rynku jest nieznanomość zagranicznych walorów. Grinblatt oraz Keloharju²³ dowodzą, że inwestorzy chętniej podejmują decyzje o zakupie, sprzedaży lub trzy-

²⁰ W myśl teorii racjonalna osoba dokonująca wyboru powinna zgodnie ze swymi preferencjami inwestować kapitał tak, aby albo minimalizować wariancję (podstawową miarę ryzyka) przy danej oczekiwanej stopie zwrotu, albo maksymalizować stopę zwrotu przy danej wariancji. Przyjmuje się, że inwestor, dobierając spółki do swojego portfela, wybiera wówczas zarówno krajowe, jak i zagraniczne. Więcej zob. H.M. Markowitz, *Portfolio Selection*, „Journal of Finance” 7, 1952, s. 77–91.

²¹ M. Grinblatt, M. Keloharju, *How distance, language, and culture influence stockholdings and trades*, „Journal of Finance” 56, 2001, nr 3, s. 1053–1073.

²² R.M. Stulz, *On the effects of barriers to international investment*, „Journal of Finance” 36, 1981, nr 4, s. 923–934.

²³ M. Grinblatt, M. Keloharju, *op. cit.*

maniu akcji spółek, które mają swoją siedzibę blisko inwestora, komunikują się w jego języku ojczystym i mają zarząd wywodzący się z tego samego kręgu kulturowego co inwestor. Subrahmanyam i Titman²⁴ twierdzą, że spółki preferują rynki rozwinięte lub takie, na których duża liczba podobnych spółek jest już notowana, ze względu na niski koszt transferu informacji (na dużym rynku całkowity koszt pozyskania informacji jest niższy).

Chociaż za każdą międzynarodową ofertą publiczną stoi wiele różnych motywów, w większości przypadków mają one na celu pozyskanie finansowania wzrostu spółki lub zapewnienie możliwości wyjścia z inwestycji jej obecnym właścicielom²⁵.

Pagano, Röell oraz Zechner²⁶ zauważają, że notowania zagraniczne są kulturowo zależne. Spółki wykazują tendencję do notowania swoich akcji w krajach geograficznie lub kulturowo bliskich ich państwu inkorporacji. Tezy te — nakreślające gospodarcze uwarunkowania dual listingów — zostały obronione przez Hursti oraz Maula²⁷.

Konkludując, trzeba wskazać, że powody, dla których spółki zagraniczne wprowadzają akcje do notowań w formule *dual listing*, są różnorodne i zazwyczaj wykraczają poza chęć pozyskania kapitału²⁸.

Spółki zagraniczne na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie — podsumowanie dotychczasowej praktyki

Listingi zagraniczne na GPW są wyrazem docenienia: zdyswersyfikowanej bazy inwestorów, stabilnej gospodarki i reżimu prawnego, w szczególności przestrzegania unijnych regulacji dotyczących funkcjonowania rynku kapitałowego, profesjonalizmu lokalnych firm oraz dobrej reputacji lokalnego rynku. Część emitentów wchodzi na warszawski parkiet, aby zwiększyć rozpoznawalność własnej marki, planując dalszą ekspansję nad Wisłą oraz w innych krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej. *Dual listing* to często także pierwszy krok do pozyskania kapitału w przyszłości, gdy pojawią się potrzeby zwiększenia skali działalności w regionie.

Obecność spółek zagranicznych na każdej giełdzie przyczynia się do budowania jej prestiżu, a w konsekwencji zachęca emitentów i inwestorów zagranicznych

²⁴ A. Subrahmanyam, S. Titman, *The going-public decision and the development of financial markets*, „Journal of Finance” 54, 1999, nr 3, s. 1045–1082.

²⁵ T. Sosnowski, *Dyferencjacja strategii dezinwestycji funduszy private equity metodą pierwszej oferty publicznej*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica” 2013, nr 278.

²⁶ M. Pagano, A.A. Roell, J. Zechner, *The geography of equity listing: Why do companies list abroad?*, „Journal Of Finance” 57, 2002, nr 6, s. 2651–2694.

²⁷ J. Hursti, M.V.J. Maula, *Acquiring financial resources from foreign equity capital markets: An examination of factors influencing foreign initial public offerings*, „Journal of Business Venturing” 22, 2007, s. 833–851.

²⁸ S. Chaplinsky, L. Ramchand, *The impact of global equity offerings*, „Journal of Finance” 55, 2000, nr 6, s. 2767–2789.

— przyciąga kapitał. Dla inwestorów krajowych, szczególnie indywidualnych, dostęp do spółek zagranicznych notowanych na GPW jest znacznie tańszy niż zakup ich walorów na rynkach zagranicznych, gdzie musieliby ponosić koszty transakcyjne, jak również ryzyko walutowe.

Zalety i wady dual listingu

Transgraniczny przepływ kapitału między parkietami jest podyktowany przede wszystkim poszukiwaniem oszczędności ze strony emitentów i inwestorów, którzy dążą do dywersyfikacji portfeli oraz obniżenia ryzyka własnych inwestycji. Możliwość redukcji ryzyka niesystematycznego doprowadziła do rozpowszechnienia wśród inwestorów zagranicznych zjawiska dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, polegającego na takim doborze jego składników, który pozwoli na minimalizację ryzyka całkowitego²⁹.

Z perspektywy spółki *dual listing* może przyczynić się do zwiększenia bazy inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych³⁰, jak również wypromować markę spółki i oferowane przez nią produkty lub usługi. Wśród pozytywnych przymiotów dual listingu należy też uwzględnić potencjalny spadek ryzyka politycznego równolegle notowanych akcji. Jest to obecnie — oprócz stosunkowo niskich obrotów na GPW — jeden z głównych powodów, dla których polskie spółki myślą o zagranicznych notowaniach. Bieżące publikowanie raportów i sprawozdań finansowych przez spółkę publiczną i przestrzeganie przez nią wyższych standardów *corporate governance*, co do zasady, pozytywnie wpływa na funkcjonowanie spółki³¹. Co więcej, będąc równolegle notowaną, spółka może zwiększyć płynność poprzez uzyskanie dostępu do szerokiej bazy inwestorów, co następnie będzie pozytywnie wpływać na cenę akcji i tym samym na wartość spółki.

²⁹ Aczkolwiek należy zaznaczyć, że sama dywersyfikacja portfela nie prowadzi do wyeliminowania ryzyka inwestycyjnego i autor pracy sygnalizuje motywy inwestorów zagranicznych, nie zaś osiągane przez nich rezultaty inwestycyjne. Ryzyko systematyczne jako ryzyko związane z podjęciem inwestycji w ogóle nie jest kontrolowane przez podmiot będący w jego zasięgu (jako ryzyko wywołane czynnikami ogólnogospodarczymi oraz czynnikami losowymi, np. inflacją) i nie można go zredukować poprzez dywersyfikację portfela. Ryzyko całkowite spada wraz z wprowadzaniem nowych instrumentów do portfela, tempo spadku ryzyka jednak stosunkowo maleje, a więc kolejne wprowadzane instrumenty dają coraz mniejszy efekt w postaci redukcji ryzyka. Zob. H.M. Markowitz, *op. cit.*

³⁰ Na przykład J.A. Fanto, R.S. Karmel (w *A report on the attitudes of foreign companies regarding a U.S. listing*, New York 1997, s. 44) sugerują, że poprawa europejskich standardów regulacyjnych przyciąga inwestorów instytucjonalnych ze Stanów Zjednoczonych do akcji notowanych w Europie.

³¹ Badania dotyczyły notowań spółek z *emerging markets* w krajach rozwiniętych. Zob. G.A. Karolyi, *Why do companies list shares abroad? A survey of the evidence and its managerial implications*, „Financial Markets, Institutions & Instruments” 7, 1998, nr 1; *idem*, *The world of cross-listings and cross-listings of the world: Challenging conventional wisdom*, „Review of Finance” 10, 2006.

Z perspektywy inwestorów *dual listing* może wzbogacić ich spółki, szczególnie w sektorach, które nie są popularne na GPW albo wręcz na niej nie występują. Prócz tego potencjalni inwestorzy w obu (lub więcej) państwach notowania mogą zyskać za sprawą niedoszacowanych walorów na jednym z rynków, co będzie wspomagać przepływ kapitału na drugi rynek. Inwestorzy będą mieli także szansę wyboru między dwoma rynkami, zgodnie z potencjalnym zwrotem z inwestycji i związanym z nim ryzykiem. Co więcej, takim inwestycjom może towarzyszyć szerszy dostęp do informacji — *dual listing* oznacza dla rynku więcej analiz i lepsze prognozy analityków³².

Dual listing jest też związany z możliwością szerszego dostępu do kapitału. Ponadto spółka i inwestorzy mogą dostosowywać się do różnych rynków, na przykład w zależności od aktualnych czynników makroekonomicznych. Oprócz tego spółki dzięki *dual listingowi* mają większe możliwości w zakresie potencjalnych fuzji, przejęć i wezwań na akcje³³ (co związane jest również z ryzykiem, jednak w kontekście planów ekspansji stanowi dla spółek niewątpliwą szansę). Istotna jest również możliwość arbitrażu, czyli kupowania akcji na jednej z giełd, by później odsprzedać je na drugiej w przypadku spółek notowanych jednocześnie na dwóch rynkach³⁴.

Wśród plusów równoległych notowań wskazuje się także rzadsze w ich przypadkach występowanie efektu rynków posegmentowanych, jako że spółki podwójnie notowane mają przewagę nad tymi notowanymi pojedynczo, gdyż wariancja osiągniętych przez nie stóp zwrotu jest niższa³⁵. Inwestor powinien, zgodnie z teorią integracji gospodarczej, każdorazowo osiągać tę samą stopę zwrotu z identycznych akcji notowanych na różnych giełdach. W praktyce jednak jest inaczej — powstało zjawisko rynków posegmentowanych, wskazujące na możliwość osiągania różnych stóp zwrotu z inwestycji³⁶. Jego przyczynami mogą być między innymi: ograniczenia walutowe, niska efektywność rynku finansowego przekładająca się na wpływ informacji poufnych na ceny instrumentów finansowych³⁷, czy nietłumaczenie sprawozdań finansowych i informacji na temat różnic społecznych i kulturowych.

³² D.T. Ackerly, E.J. Pan, *Dual Listing Securities In Europe And The United States*, Washington, DC 2002, s. 3.

³³ G.C. Biddle, S.M. Saudagaran, *Foreign Stock Listings: Benefits, Costs, and the Accounting Policy Dilemma*, „Accounting Horizons” 5, 1991, nr 3, s. 70, 71.

³⁴ A. De Jong, L. Rosenthal, M. Van Dijk, *The risk and return of arbitrage in dual-listed companies*, „Review of Finance” 13, 2009, s. 495–520. Praktycy podkreślają, że możliwości są bardzo ograniczone wskutek limitowanej oferty domów maklerskich w Polsce, jednak zaznacza się często, że arbitraż obecnie jest możliwy co najmniej w takim wariantcie, że inwestor decyduje, na której z giełd zbyć lub nabyć akcje.

³⁵ J. Yagil, Z. Forshner, *Gains from International Dual Listing*, „Management Science” 37, 1991, nr 1, s. 114–120.

³⁶ A. Serra, *Dual-listings on International Exchanges: The Case of Emerging Markets' Stocks*, „Financial Management” 5, 1999, nr 2, s. 165.

³⁷ J. Francis, *Inwestycje: Analiza i zarządzanie*, Warszawa 2000, s. 860.

W konsekwencji akcje o jednakowym ryzyku mogą być odmiennie wyceniane ze względu na różną cenę ryzyka w poszczególnych krajach³⁸.

Do wyzwań związanych z dual listingiem należą między innymi:

1. koszty związane z podwójnym notowaniem, zarówno dotyczące samego procesu notowania, które opiewają na kilka milionów złotych i zależą od rozmiaru działalności spółki, jak i koszty bieżące wynikające z bycia spółką publiczną (na przykład opłaty giełdowe, opłaty depozytowe);

2. dodatkowe, uzupełniające wymogi regulacyjne w różnych reżimach prawnych³⁹, często zobowiązanie do przestrzegania wyższych standardów *corporate governance*;

3. obowiązki i koszty związane na przykład z marketingiem niezbędnym do wypromowania podwójnego notowania;

4. problemy związane z różnymi systemami rozrachunku papierów wartościowych w poszczególnych państwach notowania;

5. kwestie praktyczne dotyczące różnic między rynkami (odmienne strefy czasowe, różnice walutowe itp.);

6. koszty związane z zagranicznymi doradcami (prawnymi, finansowymi) i często też z koniecznością posiadania kierownictwa poza granicami kraju (zagranicznego);

7. potencjalna trudność ujednolicenia prawa do dywidendy czy na przykład zapewnienia inwestorom udziału w walnym na identycznych prawach⁴⁰;

8. inwestowanie w walory równolegle notowanych spółek związane z obowiązkiem śledzenia wydarzeń na lokalnych rynkach emitentów (a mimo to zawsze istnieje ryzyko tego, że lokalni inwestorzy będą mieli lepszy dostęp do informacji i szybciej zareagują na zmiany rynkowe niż inwestorzy zagraniczni) — z założenia rynkowa nierówność szans.

Przed podjęciem decyzji o podwójnym notowaniu lub inwestowaniu w spółki w ten sposób notowane zarówno inwestorzy, jak i spółka muszą dogłębnie przeanalizować związane z inwestycją możliwości i ryzyka, w szczególności dlatego, że zagraniczne podmioty podlegają prawu kraju, w którym są zarejestrowane. W tym kontekście warto przywołać przykład słoweńskiego banku Nova KBM, którego akcjonariusze w 2014 roku stracili akcje bez wynagrodzenia, gdyż słoweńskie prawo pozwoliło na umorzenie wszystkich akcji banku pozostających w obrocie⁴¹.

³⁸ E. Feder-Sempach, *Ryzyko inwestycyjne. Analiza polskiego rynku akcji*, Warszawa 2011, s. 36.

³⁹ I. Lee, *Dual Listing and Shareholders' wealth: Evidence from UK and Japanese firm*, „Journal of Business Finance & Accounting” 19, 1992, nr 2, s. 243–252.

⁴⁰ E. Feder-Sempach, *Analiza rentowności inwestycji w spółki zagraniczne notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie 2010–2012*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2013, nr 756, s. 137.

⁴¹ <https://www.money.pl/gielta/wiadomosci/artypkulanawanie;akcji;nova;kbm;na;co;powin ni; uwazac;inwestorzy;z;gpw;183,0,1454775.html> (dostęp: 24.09.2020).

Podobnie było z amerykańską spółką produkującą alkohole — Central European Distribution Corporation (dalej: CEDC), której akcje dopuszczono do obrotu na amerykańskim rynku NASDAQ oraz równolegle, w okresie od grudnia 2006 do kwietnia 2013 roku, do obrotu na rynku regulowanym w Polsce. Spółka w 2013 roku anulowała swoje akcje⁴².

Oceniając prawne ramy wpływające na kształt procedury dual listingu w UE, można stwierdzić, że są one odpowiednie do sprawnego przeprowadzania procedury równoległego notowania akcji⁴³, jednak odrębną kwestią pozostaje ocena rynkowych korzyści takiego przedsięwzięcia. Samo dopuszczenie zagranicznych walorów do obrotu zazwyczaj skutkuje tym, że obrót akcjami na drugim rynku jest znikomy i dotyczy to także tych spółek, które jako drugi rynek wybrały GPW — ich płynność jest niska, w związku z czym z perspektywy czysto ekonomicznej należy uznać takie posunięcie za niezbyt intratne.

Niewątpliwie pozytywnym zjawiskiem jest zainteresowanie warszawską giełdą ze strony spółek zagranicznych. Aby podtrzymywać wizerunek GPW jako lidera regionu, należy promować warszawski parkiet jako miejsce rekomendowane do równoległych notowań, mając przy tym nadzieję, że w przyszłości będzie przyciągał spółki dobrze prosperujące i realnie wiążące swoje plany z Polską lub jej regionem⁴⁴.

Podsumowanie

Harmonizacja krajowych regulacji w zakresie zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi, jaka dokonała się w ostatnich latach, doprowadziła do znaczącej integracji unijnych rynków kapitałowych. Szczególnym jej przykładem jest zasada jednolitego paszportu, która zliberalizowała zasady przeprowadzania transgranicznych ofert publicznych oraz ubiegania się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynkach regulowanych w innych państwach członkowskich UE. Wskutek efektywnej harmonizacji prawa emitentów ze wszystkich państw UE obowiązują zbliżone zasady przeprowadzania ofert publicznych. Zgodnie bowiem z zasadą jednolitego paszportu europejskiego prospekt emisyjny

⁴² Zob. raport bieżący spółki, w którym zakomunikowano rynkowi, że „Wszystkie [...] akcje CEDC pozostające obecnie w obrocie zostaną anulowane. [...] Wskutek anulowania akcji CEDC w dniu wejścia w życie CEDC przestanie być spółką publiczną w Polsce i przewiduje, że jej akcje nie będą dalej przedmiotem obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie” — https://www.bankier.pl/static/att/emitent/2013-05/Raport50a_2013_201305310004414010.pdf (dostęp: 24.09.2020).

⁴³ Zob. D. Pajewska, M. Pietkiewicz, *Dual listing*, „Roczniki” 2, 2012, s. 20.

⁴⁴ Przez gigantów debiut jest często traktowany jako wymóg regulacyjny (na przykład UniCredit, Santander), nie jako decyzja biznesowa. Na przykład w przypadku Santander był on wypełnieniem zobowiązania wobec KNF, które Santander złożył w związku z planami połączenia Banku Zachodniego WBK z Kredyt Bankiem, debiut zaś UniCredit został uzgodniony przez KNF podczas rozmów z UniCredit w sprawie fuzji Pekao SA i BPH.

zatwierdzony w jednym państwie Unii może być wykorzystany jako podstawa prawna oferty publicznej również w innych państwach członkowskich. W praktyce zasada jednolitego paszportu umożliwia pomyślne przeprowadzenie oferty oraz dual listingu.

Wszechstronna analiza zagadnienia, jak również rozważania dotyczące notowań równoległych dają podstawy do sformułowania postulatu *de lege ferenda* — nie ulega wątpliwości, że obecnie regulacje dotyczące nadzoru nad emitentami zagranicznymi nie są wystarczające i powinny zostać wzmocnione. Spółki zagraniczne notowane na polskiej giełdzie nie podlegają nadzorowi państwa przyjmującego, a tym samym KNF nie dysponuje instrumentami, które mogłyby zabezpieczyć interesy akcjonariuszy. W opinii autorki KNF powinna mieć instrumenty ułatwiające zawieszenie notowań akcji wątpliwych zaufania emitentów. Przypadki CEDC czy Nova KBM niestety pozostały bez wpływu na kształt regulacji równoległych notowań.

Konkludując, należy wskazać, że *dual listing* — za sprawą rozporządzenia CSDR, które usprawniło rozliczenie transakcji, mnogości połączeń operacyjnych KDPW, zasady *single passport* i skutecznej harmonizacji prawa UE — jest istotnym czynnikiem rozwoju integracji europejskich rynków kapitałowych i europejskich giełd. Ponadto, mimo że nie zawsze kończy się sukcesem i realizacją wszystkich związanych z nim planów, tworzy możliwość otwarcia się na nowe rynki kapitałowe i wypromowania spółki na rynkach międzynarodowych.

Bibliografia

Literatura

- Ackerly D.T., Pan E.J., *Dual Listing Securities in Europe and the United States*, Washington, DC, 2002.
- Baldwin R., Martin P., *Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences*, [w:] *Globalisation and Labour*. J.C.B., red. H. Siebert, Tübingen 1999.
- Biddle G.C., Saudagaran S.M., *Foreign Stock Listings: Benefits, Costs, and the Accounting Policy Dilemma*, „Accounting Horizons” 5, 1991, nr 3, s. 69–80.
- Bordo M., Eichengreen B., Irwin D., *Is globalization today really different than globalization a hundred years ago?*, Cambridge, MA 1999.
- Cejmer M., Napierała J., Sójka T., *Europejskie prawo spółek*, t. 4. *Spółki zagraniczne w Polsce*, Warszawa 2017.
- Chaplinsky S., Ramchand L., *The impact of global equity offerings*, „Journal of Finance” 55, 2000, nr 6, s. 2767–2789.
- Chłopecki A., *Dual listing*, [w:] *Prawo rynku kapitałowego*, red. A. Chłopecki, M. Dyl, Warszawa 2015.
- Czajkowska M., *Formy pozyskiwania kapitału przez spółki akcyjne*, „Prawo Przedsiębiorcy” 2000, nr 50, s. 27–31.
- De Jong A., Rosenthal L., Van Dijk M., *The risk and return of arbitrage in dual-listed companies*, „Review of Finance” 13, 2009, s. 495–520.
- Droga na giełdę. Jak przygotować spółkę do emisji publicznej*, Warszawa 2008.

- Drwiłło A. *et al.*, *System prawnofinansowy Unii Europejskiej*, Warszawa 2017, LEX.
- Fanto J.A., Karmel R.S., *A report on the attitudes of foreign companies regarding a U.S. listing*, New York 1997.
- Feder-Sempach E., *Analiza rentowności inwestycji w spółki zagraniczne notowane na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie 2010–2012*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2013, nr 57, s. 177–187.
- Feder-Sempach E., *Ryzyko inwestycyjne. Analiza polskiego rynku akcji*, Warszawa 2011.
- Francis J., *Inwestycje: Analiza i zarządzanie*, Warszawa 2000.
- Frankowska-Budzeń A., *Rynek papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych*, „Rzeczpospolita” 28.04.1995.
- Grinblatt M., Keloharju M., *How distance, language, and culture influence stockholdings and trades*, „Journal of Finance” 56, 2001, nr 3, s. 1053–1073.
- Hursti J.M., Maula M.V.J., *Acquiring financial resources from foreign equity capital markets: An examination of factors influencing foreign initial public offerings*, „Journal of Business Venturing” 22, 2007, nr 6, s. 833–851.
- Karolyi G.A., Kuan-Hui L., Dijk M.A. van, *Understanding commonality in liquidity around the world*, „Journal of Financial Economics” 105, 2012, nr 1, s. 82–112.
- Karolyi G.A., *The world of cross-listings and cross-listings of the world: Challenging conventional wisdom*, „Review of Finance” 10, 2006, s. 99–152.
- Karolyi G.A., *Why do companies list shares abroad? A survey of the evidence and its managerial implications*, „Financial Markets, Institutions & Instruments” 7, 1998, nr 1, s. 1–59.
- Kose M.A. *et al.*, *Financial globalization: A reappraisal*, Stanford, CA 2006.
- Lee I., *Dual Listing and Shareholders' wealth: Evidence from UK and Japanese Firm*, „Journal of Business Finance & Accounting” 19, 1992, nr 2, s. 243–252.
- Lothian J., *The internationalization of money and finance and the globalization of financial markets*, „Journal of International Money and Finance” 21, 2002, nr 6, s. 699–724.
- Markowitz H.M., *Portfolio Selection*, „Journal of Finance” 7, 1952, nr 1, s. 77–91.
- Oręziak L., *Kierunki zmian w funkcjonowaniu rynku finansowego Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 7, s. 27–34.
- Pagano M. *et al.*, *What Makes Stock Exchanges Succeed? Evidence from Cross-Listing Decisions*, „European Economic Review” 45, 2001, nr 4–6, s. 770–782.
- Pagano M., Panetta F., Zingales L., *Why do companies go public? An empirical analysis*, „Journal of Finance” 53, 1998, nr 1, s. 27–64.
- Pagano M., Roell A.A., Zechner J., *The geography of equity listing: Why do companies list abroad?*, „Journal of Finance” 57, 2002, nr 6, s. 2651–2694.
- Pajewska D., Pietkiewicz M., *Dual listing*, „Roczniki” 2, 2012, s. 18–22.
- Romanowski M., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 2003.
- Serra A., *Dual-listings on International Exchanges: The Case of Emerging Markets' Stocks*, „European Financial Management” 5, 1999, nr 2, s. 165–202.
- Sosnowski T., *Dyferencjacja strategii dezinwestycji funduszy private equity metodą pierwszej oferty publicznej*, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica” 2013, nr 278, s. 97–113.
- Stulz R.M., *On the effects of barriers to international investment*, „Journal of Finance” 36, 1981, nr 4, s. 923–934.
- Subrahmanyam A., Titman S., *The going-public decision and the development of financial markets*, „Journal of Finance” 54, 1999, nr 3, s. 1045–1082.
- Thiel S., *Nowe regulacje UE w zakresie prospektu emisyjnego — przykład zmiany podejścia do stanowienia i stosowania prawa wspólnotowego*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2005, nr 10, s. 21–34.

Thiel S., *Rynek kapitałowy i terminowy*, Warszawa 2007.

Wierzbowski M., *Kwity depozytowe (ADR-y i GDR-y) sposobem na pozyskiwanie kapitału zagranicznego*, „Monitor Prawniczy” 1995, nr 11, s. 321–323.

Wierzbowski M., *Problemy obrotu prawami do polskich papierów wartościowych na rynkach obcych*, „Państwo i Prawo” 1994, nr 5, s. 20–28.

Yagil J., Forshner Z., *Gains from International Dual Listing*, „Management Science” 37, 1991, nr 1, s. 114–120.

Akty prawne

Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 roku w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.U. UE L z 31.12.2003 r. Nr 345, s. 64–89).

Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239 ze zm.).

Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 roku w sprawie nadużyć na rynku [rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku] oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 roku w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniającego dyrektywę 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz.U. UE L Nr 257 ze zm., s. 1).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 roku w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.U. UE L z 30.06.2017 r. Nr 168, poz. 12).

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2004 r. Nr 159, poz. 1667).

Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2004 r. Nr 146, poz. 1546).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn. Dz.U. z 2020 r. poz. 89).

Źródła internetowe

https://www.bankier.pl/static/att/emitent/2013-05/Raport50a_2013_201305310004414010.pdf.

<https://www.investopedia.com/terms/d/duallisting.asp>.

<https://www.money.pl/gielda/wiadomosci/artukul/anulowanie;akcji;nova;kbm;na;co;powinni;uwazac;inwestorzy;z;gpw,183,0,1454775.html>.

<http://www.parkiet.com/artukul/363549.html>.

Wpływ reformy OFE na polski rynek kapitałowy. Analiza Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych, http://seg.org.pl/sites/seg13.message-asp.com/files/wpływ_reformy_ofe_na_polski_rynek_kapitałowy_-_analiza_seg_0.pdf.