

MAREK PANFIL

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

**ANALIZA PORÓWNAWCZA NEWCONNECT
I INNYCH EUROPEJSKICH RYNKÓW
ALTERNATYWNEGO SYSTEMU OBROTU AKCJAMI**

Streszczenie

Obecnie funkcjonuje w Europie trzynaście najważniejszych alternatywnych systemów obrotu. Wszystkie z nich działają na podstawie Dyrektywy UE w sprawie rynków instrumentów finansowych MIFiD (2004/39/EC). Dokonano analizy porównawczej NewConnect z innymi europejskimi platformami ASO. Porównano: liczbę notowanych spółek na ASO i ich udział w łącznej liczbie wszystkich spółek giełdowych, kapitalizację rynkową ASO i jej udział w kapitalizacji całej giełdy, wartość emisji (w tym wartość IPO), wycofanie (w tym przeniesienie na rynek podstawowy), warunki dopuszczeniowe. Wzorcem do naśladowania dla wszystkich rynków ASO stał się londyński Alternative Investment Market, uruchomiony w 1995 roku. Pod względem liczby emitentów NewConnect plasuje się z liczbą 406 spółek na drugim miejscu za AIM (1115 spółek). Rozwój NewConnect będzie uzależniony od dalszego funkcjonowania jego organizatora, czyli GPW w Warszawie. Trwa w Europie proces konsolidacji giełd (NYSE Euronext, NASDAQ OMX Nordic, CEESEG w Wiedniu, LSE + Borsa Italiana). Nieunikniony jest alians GPW w Warszawie z NYSE Euronext, NASDAQ OMX, Deutsche Börse czy London Stock Exchange, co może wpłynąć na dalszy rozwój NewConnect. Zarządy giełd w Warszawie i we Frankfurcie wprowadziły zaostrzone warunki dopuszczeniowe, aby zwiększyć przejrzystość notowanych spółek i tym samym bezpieczeństwo inwestorów giełdowych.

Słowa kluczowe: analiza porównawcza, NewConnect, systemy alternatywnego obrotu akcjami

Wprowadzenie

Przedmiotem niniejszego artykułu jest analiza alternatywnych systemów obrotu (ASO) akcji¹ (zwanymi dalej także „małymi” giełdami) adresowanych do małych i średnich spółek. ASO zgodnie z Dyrektywą UE MIFiD mogą być prowadzone przez główne giełdy papierów wartościowych (zwane dalej także „dużymi” giełdami). Trzydziestego sierpnia 2007 GPW w Warszawie uruchomiła taką platformę obrotu pod nazwą NewConnect, która wzorowana jest na londyńskim Alternative Investment Market. Na koniec lipca 2012 na NewConnect notowano akcje aż 406 spółek o łącznej kapitalizacji około 2,2 mld zł. W opracowaniu postawiono następujące pytania:

1. Jaka była historia tworzenia rynków oraz segmentów dla małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) przez giełdy europejskie we Frankfurcie, w Mediolanie, Londynie, Paryżu, Warszawie w okresie 1995–2012?
2. Jakie były motywy powoływania „nowych rynków” w ostatniej dekadzie XX wieku i alternatywnych systemów obrotu w I dekadzie XXI wieku?
3. Jakie były przyczyny porażki „nowych rynków”? (w tym Neuer Markt we Frankfurcie).
4. Jak plasuje się NewConnect na tle innych europejskich ASO na podstawie następujących kryteriów: liczby spółek, kapitalizacji rynkowej, wartości emisji (w tym wartości IPO); wycofania akcji z obrotu (w tym przeniesienia na rynek podstawowy); wybranych kryteriów dopuszczeniowych?
5. Jakie są wnioski dla dalszego rozwoju NewConnect?

W opracowaniu wykorzystano analizę porównawczą rynków ASO na podstawie dostępnych informacji na stronach internetowych giełd oraz na stronie Federation of European Stock Exchanges.

¹ Według ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z 29 lipca 2005 r. (DzU nr 183, poz. 1538) alternatywny system obrotu to organizowany przez firmę inwestycyjną lub spółkę prowadzącą rynek regulowany wielostronny system obrotu dokonywany poza rynkiem regulowanym, którego przedmiotem są papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego, zapewniający koncentrację popytu i podaży w sposób umożliwiający zawieranie transakcji pomiędzy uczestnikami tego systemu... W Dyrektywie UE w sprawie rynków instrumentów finansowych 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. (potocznie określanej Dyrektywą MIFiD) znajdziemy określenie Multilateral Trading Facility, który polski ustawodawca przetłumaczył jako „alternatywny system obrotu”.

1. Rozwój rynków alternatywnego obrotu (ASO) akcjami dla MŚP w Europie

W ostatniej dekadzie XX wieku przez europejski rynek kapitałowy przeszła fala tworzenia „nowych rynków” akcji adresowanych do małych i średnich przedsiębiorstw. Stany Zjednoczone doświadczały wtedy dekady silnego wzrostu gospodarczego i wzrostu konkurencyjności, stymulowanego rozwojem innowacji. Wielu ekonomistów tłumaczyło sukces amerykański umiejętnym powiązaniem rynku papierów wartościowych (szczególnie rynku pozagiełdowego NASDAQ) i inwestorów venture capital [Black, Gilson, 2000: 243–277].

1.1. NASDAQ inspiracją do tworzenia podobnych rynków w Europie

W 1995 roku Komisja Europejska [1994, 1998] odnotowała, że emitentami 20% pierwszych ofert publicznych (IPO) na NASDAQ były spółki technologiczne w porównaniu z 10% na sześciu największych giełdach europejskich. Co ważniejsze, w okresie ówczesnego wysokiego bezrobocia w Europie badania wykazały, że chociaż spółki notowane na NASDAQ stanowiły 0,04% wszystkich spółek w Stanach Zjednoczonych, generowały 16% wszystkich nowych miejsc pracy w latach 1990–1994 [Liebman i in. 1998]. Na czym polega fenomen NASDAQ? Rynek ten został uruchomiony w 1971 roku w Nowym Jorku jako pierwszy elektroniczny system obrotu akcjami na świecie. Jednak w praktyce odgrywa on podobną rolę w gospodarce jak tradycyjna giełda. Jego pierwotne założenie to popularyzacja rynku pozagiełdowego, który wtedy był relatywnie nieznanym i nie cieszył się uznaniem wśród inwestorów giełdowych. W tym obrocie wymogi formalno-finansowe, stawiane przed spółką planującą debiut giełdowy, zostały obniżone w porównaniu z wymogami głównego parkietu. Działanie NASDAQ umożliwiło z jednej strony debiut spółkom relatywnie mniejszym i osiągnięcie w dużym zakresie korzyści wynikających z bycia podmiotem notowanym. Z drugiej strony inwestycje dokonywane na tym rynku są obciążone większym ryzykiem. Biorąc pod uwagę, że w pierwszych latach notowane na NASDAQ były głównie akcje spółek z sektora nowoczesnych technologii, wyższe ryzyko inwe-

stycyjne było rekompensowane wyższą stopą zwrotu. W miarę upływu czasu znaczenie tej platformy rosło bardzo szybko² i znalazła ona naśladowców w Europie:

1. Alternative Investment Market (AIM) (start: 19 czerwca 1995).
2. Centralną Tabelę Ofert (CeTO) w Warszawie, utworzoną z inicjatywy polskich instytucji finansowych (pierwsze notowanie: 12 lutego 1996).
3. Euro.NM – sieć pięciu rynków giełdowych (start: 1 marca 1996), w skład której wchodziły: Nieuwe Markt w Amsterdamie, Nouveau Marché w Paryżu, Euro.NM w Brukseli, Neuer Markt we Frankfurcie i Nuovo Mercato w Mediolanie.
4. EASDAQ – paneuropejski rynek (start: 30 września 1996) w Brukseli z inspiracji Komisji Europejskiej.

1.2. Analiza rynków i segmentów dla MŚP w ramach pięciu giełd europejskich

Vismara, Paleari, Ritter [2012] dokonali interesującej analizy historycznej w okresie 1995–2010 giełd w Paryżu, Frankfurcie, Mediolanie i Londynie pod kątem rynków oraz segmentów dla małych i średnich spółek. Autor niniejszego opracowania rozszerzył analizę o giełdę w Warszawie oraz o lata 2011–2012. Vismara, Paleari, Ritter [2012] zwrócili uwagę na trzy modele rynków i segmentów wtórnych dla małych i średnich spółek: sekwencyjny, sektorowy i popytowy.

W modelu sekwencyjnym małe spółki wchodzi najpierw na rynek równoległy, a następnie w miarę wzrostu wartości rynkowej i nabrania dojrzałości bycia spółką giełdową, przenoszą się na rynek podstawowy. Przykładem są: Second Marché w Paris Bourse, Geregelter Markt w Deutsche Börse i rynek równoległy na

² Intensywny rozwój amerykańskiego rynku sprawił, że stał się konkurencyjny dla giełdy NYSE. Od 1999 r. obroty NASDAQ przewyższają obroty największej światowej giełdy kapitałowej NYSE, a od 2005 r. na tej platformie są notowane akcje już ponad połowy amerykańskich spółek. Obecnie więcej jest notowanych spółek na giełdzie NASDAQ niż na głównym rynku i wiele podmiotów rezygnuje z przejścia na NYSE. W konsekwencji, choć w pierwotnym założeniu rynek ten miał być przeznaczony dla spółek stosunkowo małych z krótką historią, obecnie do kluczowych emitentów na tym rynku należą firmy o mocno ugruntowanej pozycji, jak Amazon.com, Amgen, Apple, Cisco Systems, DELL, eBay, Google, Intel, Microsoft, Oracle, Starbucks, Texas Instruments. Ponadto wiele europejskich przedsiębiorstw (szczególnie brytyjskich oraz niemieckich) zrealizowało IPO na NASDAQ z braku podobnych rynków w Europie. Na koniec lipca 2012 r. kapitalizacja rynkowa 2633 spółek notowanych na giełdach NASDAQ OMX (w tym na giełdach skandynawskich i bałtyckich) wyniosła 4474 mld USD. Co interesujące, na samym NASDAQ na koniec sierpnia 2000 r. liczba spółek wyniosła aż 4902.

GPW w Warszawie (tabela 1). Wyjątkiem od reguły jest London Stock Exchange (LSE), w której strukturze funkcjonuje jedynie rynek podstawowy (Official List).

Drugi model – sektorowy, adresowany do spółek technologicznych, cieszył się w Europie dużą popularnością w czasie hossy internetowej w latach 1998–2000. W latach 1996–1999 powstawały „nowe rynki” otwarte na emitentów z branż wysokich technologii, np. Neuer Markt, Nouveau Marché, Nieuwe Markt, Euro. NM, Nuovo Mercato. W końcu lat dziewięćdziesiątych powołano paneuropejski rynek Euro.NM, który skupiał ww. „nowe rynki”. W Wielkiej Brytanii zamiast „nowego rynku” uruchomiono segment giełdowy techMark, który skupiał spółki z branż wysokich technologii. Podobnie w Polsce powołano Segment Innowacyjnych Technologii (SITech) z indeksem technologicznym techWIG. W wyniku pęknięcia bańki internetowej Neuer Markt został zamknięty, a pozostałe „nowe rynki” rozwiązano.

Trzecim, najbardziej udanym, modelem rynku jest model popytowy. Jego przykładem jest londyński AIM, zarządzany przez LSE, działający jako alternatywny system obrotu (ASO). AIM, działający od 1995 roku, stał się wzorcem dla pozostałych krajów Europy. I tak, Euronext (NYSE Euronext) otworzył Alternext, giełda we Frankfurcie uruchomiła Freiverkehr i segment Entry Standard, GPW w Warszawie otworzyła NewConnect.

W tabeli 1 przedstawiono historię rozwoju rynków giełdowych w pięciu krajach w rozbiciu na rynki i segmenty adresowane do małych i średnich spółek. I tak, giełda w Paryżu (Paris Bourse / Euronext) funkcjonowała samodzielnie do 2005 roku, kiedy połączyła się z giełdami w Amsterdamie, Brukseli i Portugalii, tworząc Euronext (pierwsze notowanie 27 stycznia 2005). Rynki Premier Marché, Second Marché, Nouveau Marché (pierwsze notowanie odbyło się 20 marca 1996) połączyły się w nowo utworzony Eurolist 18 lutego 2005. Euronext uruchomił rynek alternatywnego obrotu Alternext (pierwsze notowanie 17 maja 2005). Rynek ten funkcjonuje obok Marché Libre, który zastąpił Marché Hors-cote 25 września 1996.

Następny rynek to Deutsche Börse we Frankfurcie. Tradycyjnie funkcjonują tam dwa rynki: podstawowy (Amtlicher Markt) i równoległy (Geregelter Markt). Pierwszego listopada 2007 Geregelter Markt został włączony do Amtlicher Markt i utworzono jednolity niemiecki rynek regulowany. Freiverkehr Markt (rynek wolny) został uruchomiony 21 czerwca 2005, a w ramach niego segment Entry Standard. Nieistniejący już Neuer Markt (pierwsze notowanie 10 marca 1997) był adresowany do spółek technologicznych. Początki działania tego rynku przypadły

na okres dobrej koniunktury, tzw. bańki internetowej, kiedy panowała euforia na giełdach świata. Za ten stan rzeczy były odpowiedzialne głównie spółki z branży informatycznej lub z pokrewnych sektorów, czyli głównych aktorów na rynku ASO. Kapitalizacja rynkowa tych przedsiębiorstw była znacznie przeszacowana, a ich ceny akcji szybowały szybko w górę. W wyniku takiej sytuacji Neuer Markt rozwijał się dynamicznie do 2000 roku, kiedy w ciągu trzech lat zadebiutowało na nim 350 spółek. Wartość tego parkietu w tym okresie doszła do poziomu 10% PKB Niemiec. Wtedy ten rynek został uznany za największy i najważniejszy rynek alternatywny w Europie dla spółek z sektora nowoczesnych technologii [Kalckreuth, Silbermann 2010: 12]. W momencie gdy bańka internetowa pękła, nastroje na rynkach światowych bardzo się pogorszyły. Firmy notowane na niemieckim rynku oświadczyły, że nie są w stanie osiągnąć wyników finansowych zgodnie z wcześniejszymi prognozami. Jednak specyfika rynku, na którym ceny akcji tak silnie zależą od przyszłych wygenerowanych zysków, aby zrekompensować wyższe ryzyko inwestycyjne, doprowadziła do tego, że ceny akcji gwałtownie spadły. Podmioty notowane na niemieckim pozagiełdowym rynku nie tylko musiały liczyć się z ostrą korektą cen przeszacowanych akcji, lecz także zawirowania na rynku postawiły dalsze istnienie tego rynku i tych spółek pod znakiem zapytania. Później okazało się, że spółki te faktycznie borykały się z płynnością finansową, a podawały zbyt optymistyczne komunikaty do wiadomości publicznej, aby wyśrubować jeszcze wyższą kapitalizację rynkową. Kilka spółek już w 2001 roku ogłosiło bankructwo. W marcu 2001 giełda we Frankfurcie próbowała jeszcze podjąć kroki w celu polepszenia wizerunku, zaostrożając warunki wejścia na Neuer Markt, ale wtedy było już za późno. Bankructwa, skandale, korupcja i aresztowania, którymi uczestnikami były spółki notowane na Neuer Markt, pogarszały wizerunek parkietu [Neuer Markt: Chronik...]. W roku 2003 Deutsche Börse zdecydowała się zamknąć niemiecki alternatywny rynek obrotu, argumentując to brakiem zainteresowania inwestorów. Kolejnym powodem była obawa, że zła reputacja „małej giełdy” może osłabić zaufanie do instytucji giełdy we Frankfurcie jako organizatora tego wadliwego rynku [Giudici, Roosenbloom 2004: 19]. W rezultacie Neuer Markt zamknięto 5 czerwca 2003 i przeniesiono spółki na Geregelter Markt.

Na trzeciej kolejnej giełdzie – Borsa Italiana w Mediolanie – rynkiem podstawowym jest Mercato Telematico Azionario (MTA). Rynkiem równoległym adresowanym do małych i średnich spółek był Mercato Ristretto do czasu, gdy został zastąpiony rynkiem Expandi 1 grudnia 2003. Siedemnastego czerwca 1999

uruchomiono Nuovo Mercato – dla spółek technologicznych, a później zmieniono jego nazwę na MTax 19 września 2005. Trzeciego marca 2008 zamknięto rynek MTax, a 22 czerwca 2009 zamknięto rynek Expandi, przenosząc spółki na podstawowy rynek MTA. Rynek nieregulowany Mercato Alternativo dei Capitali (MAC) uruchomiono 18 lipca 2007, a w wyniku fuzji giełdy w Mediolanie i w Londynie uruchomiono 8 maja 2009 rynek AIM Italia, zastępując MAC.

Giełda w Londynie składa się z dwóch rynków: podstawowego Official List i równoległego. Unlisted Securities Market (USM) działał do 1 grudnia 1996, po czym spółki z USM zostały przeniesione do nowo utworzonego AIM, na którym pierwsze notowanie odbyło się 19 czerwca 1995. W 1999 roku uruchomiono segment techMark adresowany do spółek technologicznych notowanych zarówno na Official List jak i AIM.

I na końcu, na GPW w Warszawie funkcjonują dwa rynki: podstawowy i równoległy. Dwudziestego lutego 1997 roku pojawiła się pierwsza spółka na rynku wolnym, 28 kwietnia 2000 uruchomiono Segment Innowacyjnych Technologii (SITech) przeznaczony (niezależnie od rynku notowań) dla spółek zaliczonych do sektora telekomunikacja – informatyka i spółek, których przedmiotem działalności jest produkcja i usługi z wykorzystaniem innowacyjnych technologii. BondSpot SA (dawniej MTS-CeTO SA) powstała w styczniu 1996 pod nazwą Centralna Tabela Ofert SA z inicjatywy ponad dwudziestu największych polskich banków i domów maklerskich. W listopadzie 2000 do grona akcjonariuszy dołączyła Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA (GPW). Od maja 2009 spółka znajduje się w grupie kapitałowej GPW w Warszawie SA, 18 września 2009 zmieniła nazwę na BondSpot SA. Trzydziestego sierpnia 2007 uruchomiono NewConnect.

Należy zwrócić uwagę na trwający proces konsolidacji giełd w Europie, który wpływa także na rozwój rynków ASO. I tak:

- NYSE kupiła 4 kwietnia 2007 Euronext (giełdy w Paryżu, Brukseli, Amsterdamie i Lizbonie);
- NASDAQ nabyła 25 maja 2007 spółkę OMX mającą pakiety kontrolne w giełdach bałtyckich (Wilnie, Rydze, Tallinie) oraz w giełdach nordyckich (Helsinkach, Kopenhadze, Reykjaviku, Sztokholmie), a także w giełdzie w Erewaniu;
- Giełda Wiedeńska dokonała przejęcia giełd w Budapeszcie (14 stycznia 2010), Lublaniu (2008), Pradze (8 grudnia 2008), tworząc CEE Stock Exchange Group (CEESEG);
- Giełda Londyńska z kolei przejęła w 2007 roku giełdę w Mediolanie.

Tabela 1

Rynki oraz segmenty na wybranych giełdach europejskich (w Paryżu, Frankfurcie, Mediolanie, Londynie i Warszawie) w latach 1995–2012

| Giełda | Segment/rynek | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | |
|--|---------------|------------------------------------|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----------------|--------------------------|
| Rozwój i struktura wybranych giełd papierów wartościowych w Europie | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Paryż / Euronext | s. podstawowy | Premier Marché | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | s. równoległy | Second Marché Eurolist | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | r. nowy | Nouveau Marché / Euro.NM | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | ASO wg MiFiD | Hors-cote | Marché Libre | | | | | | | | | | | | | | | | | Marché Libre / Alternext |
| Frankfurt | s. podstawowy | Amtlicher Markt | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | s. równoległy | Geregelter Markt | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | nowy | Neuer Markt / Euro.NM | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | wolny | Freiverkehr Markt / Entry Standard | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Mediolan | s. podstawowy | MTA | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | s. równoległy | Mercato Ristretto | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | nowy | Nuovo Mercato / Euro.NM | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | ASO wg MiFiD | | | | | | | | | | | | | | | | | | Expandi Mtax | MAC/AIM Italia |
| Londyn | s. podstawowy | Official List | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | s. równoległy | USM | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | segment | techMark | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | ASO wg MiFiD | AIM | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Warszawa | s. podstawowy | Rynek podstawowy | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | s. równoległy | Rynek równoległy | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | s. wolny | Rynek wolny | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| | segment | SITech | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ASO wg MiFiD | CeTO | | | | | | | | | | | | | | | | | | MTS - CeTO | New Connect |
| | ASO wg MiFiD | | | | | | | | | | | | | | | | | | | Bond-Spot |

Źródło: opracowanie własne na podstawie Vismara, Paleari, Ritter [2012] oraz *Roczników giełdowych GPW w Warszawie*.

Wnioski z powyższej analizy są następujące:

1. Sukces amerykańskiego NASDAQ zainspirował giełdy europejskie (też azjatyckie) do otwierania podobnych rynków w ostatniej dekadzie XX wieku. Zbiegło się to z koniunkturą gospodarczą i wzrostem zainteresowania inwestorów, a także małych emitentów rynkami giełdowymi. „Nowe rynki”, otwierane w wielu stolicach Europy, były adresowane przede wszystkim do małych i średnich spółek technologicznych. Załamanie na rynkach giełdowych, bankructwa spółek na niemieckim Neuer Markt, zmniejszyły zainteresowanie „nowymi rynkami” i w rezultacie doprowadziły do ich zamknięcia oraz do przeniesienia notowań akcji na rynki podstawowe.
2. Analiza historii pięciu rynków giełdowych (we Frankfurcie, w Londynie, Mediolanie, Paryżu i Warszawie) pod kątem dostępu małych i średnich emitentów pokazała, że otwierano równoległe rynki czy segmenty giełdowe (techMark, SITech, Entry Standard). Obecnie największą popularnością cieszą się alternatywne systemu obrotu akcjami, nad którymi nadzór sprawują zarządy giełd papierów wartościowych, a nie regulator rynku.
3. Rynki ASO są potrzebne, ponieważ umożliwiają małym i średnim spółkom dostęp do kapitału na rozwój, a dla niektórych mogą stanowić okres przejściowy przed transferem na rynek podstawowy.

2. Analiza porównawcza NewConnect na tle ASO w Europie

Bazując na informacji statystycznej z Federation of European Stock Exchange oraz poszczególnych organizatorów platform ASO, dokonano analizy porównawczej NewConnect na tle podobnych rynków w Europie. Analiza jest utrudniona, ponieważ nie wszystkie informacje są publikowane na stronach internetowych organizatorów giełd. Kryteria porównawcze, wykorzystane do analizy, zaprezentowano w tabeli 2.

Tabela 2

Kryteria porównawcze NewConnect i innych ASO w Europie

| Lp. | Kryterium | Rynki ASO |
|-----|--|--|
| 1 | Liczba spółek – emitentów akcji na ASO i ich udział w łącznej liczbie spółek notowanych na „małej giełdzie” i „dużej giełdzie” | 13 systemów/ rynków ASO w Europie (zob. tabela 3) |
| 2 | Kapitalizacja rynkowa na koniec okresu i jej udział w łącznej kapitalizacji „małej giełdy” i „dużej giełdy” oraz średnia kapitalizacja spółek z ASO oraz spółek z „dużej giełdy” | jw. |
| 3 | Wartość emisji i średnia IPO | NewConnect, AIM, Alternext (zob. tabela 4, 5, 6) |
| 4 | Wycofanie i przeniesienie na rynek podstawowy | NewConnect, AIM, Alternext (zob. tabela 4, 5, 6) |
| 5 | Wybrane warunki dopuszczeniowe | NewConnect, AIM, Alternext, First North, Entry Segment (zob. tabela 7) |

Źródło: opracowanie własne.

2.1. Rozwój ASO w Europie

Obecnie funkcjonuje w Europie trzynaście najważniejszych alternatywnych systemów obrotu (Alternext czy First North traktuje się w niniejszym opracowaniu się jako jeden system). Wszystkie z nich działają na podstawie Dyrektywy UE w sprawie rynków instrumentów finansowych MIFiD. W Niemczech nie powołano oddzielnego rynku (tak jak Neuer Markt w przeszłości), a podporządkowano segment Entry Standard wymienionej wcześniej Dyrektywie. Poza AIM rynki w Europie znajdują się we wcześniejszej fazie rozwoju, a pierwsze lata działalności pokryły się ze światowym kryzysem finansowym. Brak sprzyjającej koniunktury na rynkach giełdowych znalazł odzwierciedlenie w pogarszających się wynikach osiągniętych przez rynki ASO, ponieważ w tym okresie inwestorzy podchodzili z dużą ostrożnością do inwestycji o podwyższonym ryzyku.

Funkcjonują trzy paneuropejskie platformy alternatywnego obrotu: Alternext (Amsterdam, Bruksela, Lizbona, Paryż) wokół NYSE Euronext oraz First North (Helsinki, Kopenhaga, Reykjavik, Sztokholm) wokół NASDAQ OMX Nordic i wokół CEESEG w Wiedniu pod nazwą Dritter Markt.

2.2. NewConnect na tle innych europejskich ASO

Kryterium 1: Liczba spółek (tabela 3)

Wzorcem do naśladowania dla wszystkich rynków ASO stał się londyński Alternative Investment Market, który istnieje już siedemnaście lat i przetrwał z sukcesem pierwszą falę tworzenia „nowych rynków” bazujących na rozwiązaniach NASDAQ. Na koniec lipca 2012 na „małym londyńskim parkiecie” notowano akcje aż 1115 emitentów, co stanowiło 54% wszystkich spółek na giełdzie w Londynie. Drugą istotną „małą giełdą”, biorąc pod uwagę liczbę spółek, stał się polski NewConnect, w którym na dzień 31 lipca 2012 notowano akcje aż 406 spółek. Porównując pierwsze pięć lat funkcjonowania AIM oraz Alternext, na AIM notowano akcje 312 spółek (na koniec 1998) – zob. tabela 3, natomiast na Alternext (grupa czterech rynków) 125 spółek (na koniec 2009). Trzecim rynkiem jest luksemburski Euro MTF z liczbą 232 spółek, a czwartym Alternext z liczbą 183 spółek. W ramach Alternext najważniejszym rynkiem jest paryski. Spośród 183 spółek notowanych na Alternext na koniec lipca 2012 aż 168 było notowanych w Paryżu³. Piąty rynek ASO to segment niemieckiej giełdy we Frankfurcie, czyli Entry Standard z liczbą 177 spółek na koniec lipca 2012.

Pod względem udziału liczby spółek z ASO w łącznej liczbie wszystkich spółek na „małych” i „dużych” giełdach, kolejność pięciu największych 31 lipca 2012 była następująca: Euro MTF w Luksemburgu: 79%, AIM: 54%, NewConnect: 48% (co upodabnia go do AIM), Enterprise Market Securities w Dublinie: 45%, Entry Standard: 23%.

W okresie 2007 – 31 lipca 2011 na AIM udział zagranicznych emitentów wynosił około 20%, a na koniec lipca 2012 ich liczba to 223 spółki (z 1115), co sprawia, że zarówno giełda w Londynie, jak i AIM są wysoko zinternacjonalizowane i atrakcyjne dla zagranicznych emitentów, z uwagi na swoją historię i znaczenie. Na Alternext udział zagranicznych spółek w łącznej liczbie wszystkich emitentów stanowił około 7% (12 spółek ze 183), przy czym należy pamiętać, że chodzi o cztery rynki, w tym głównie o rynek ASO w Paryżu. Na NewConnect wskaźnik ten wyniósł na koniec lipca 2012 jedynie około 2% (7 spółek z 406).

³ Zob. www.europeanequities.nyx.com.

Tabela 3

Rynki ASO w Europie na 31 lipca 2012

| Duża giełda (DG) | Rynek / segment (małe giełdy, MG) | Data uruchomienia | Liczba spółek w MG | Udział w liczbie spółek całej giełdy | Kapitalizacja (MC) MG w mln euro | Udział w kapitalizacji całej giełdy | Średnia MC spółki z MG w mln euro | |
|---------------------------|-----------------------------------|-------------------|--------------------|--------------------------------------|----------------------------------|-------------------------------------|-----------------------------------|--------------|
| | | | | | | | MG | DG |
| Athens Exchange | Alternative Market (EN.A) | IV kw. 2007 | 14 | 5% | 148 | 0,6% | 11 | 87 |
| BME w Madrycie | MAB Expansion | sty-08 | 21 | 1% | 430 | 0,1% | 20 | 215 |
| Borse Italiana | AIM Italia | sie-07 | 15 | 5% | 315 | 0,1% | 21 | 1 003 |
| Cyprus Stock Exchange | Emerging Companies Cyprus | wrz-04 | 13 | 13% | 574 | 37,0% | 44 | 15 |
| Deutsche Börse | Segment: Entry Standard | paź-05 | 177 | 23% | 9 419 | 0,9% | 53 | 1 308 |
| Irish Stock Exchange | Enterprise Securities Market | kwi-05 | 23 | 45% | 29 796 | 35,9% | 1 295 | 1 626 |
| Luxembourg Stock Exchange | Euro MTF | lip-05 | 232 | 79% | 328 | 0,6% | 1 | 178 |
| London Stock Exchange* | AIM | cze-95 | 1 115 | 54% | 76 030 | 2,7% | 68 | 2 933 |
| NASDAQ OMX Nordic | First North | gru-05 | 124 | 16% | 3 461 | 0,5% | 28 | 968 |
| NYSE Euronext | Alternext | kwi-05 | 183 | 17% | 6 486 | 0,3% | 35 | 1 829 |
| Oslo Børs | Oslo Axxess | maj-07 | 36 | 16% | 1 912 | 1,1% | 53 | 779 |
| CESEEG w Wiedniu | Dritter Markt (MTF) | cze-02 | 21 | 21% | 504 | 0,7% | 24 | 698 |
| GPW w Warszawie | New Connect | sie-07 | 406 | 48% | 2 139 | 1,8% | 5 | 140 |

* Podano w euro, kurs GBP/EUR = 1,59 według www.reuters.com.
Mała giełda – skrót MG, duża giełda – skrót DG, kapitalizacja rynkowa = skrót MC.

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.fese.com, www.londonstockexchange.com, www.borsaitaliana.it.

Kryterium 2: Kapitalizacja rynkowa (tabela 3)

Pod względem kapitalizacji rynkowej na koniec lipca 2012 największe „małe giełdy” to: AIM: 76,0 mld euro; Enterprise Securities Market w Dublinie: 29,8 mld euro; Entry Standard: 9,4 mld euro; Alternext: 6,5 mld euro; First North: 3,5 mld euro, Na ich tle kapitalizacja NewConnect była niska i wyniosła jedynie 2,1 mld euro.

Licząc udział kapitalizacji „małej giełdy” w łącznej kapitalizacji „małej” i dużej” giełdy, można podać, że pierwsze pięć rynków to: Emerging Companies Cyprus: 37,0%; Enterprise Securities Market w Dublinie: 35,9%; AIM: 2,7%; NewConnect: 1,8%; Oslo Axess: 1,1%.

Następnie obliczono średnią kapitalizację spółek z „małej” giełdy i z „dużej” giełdy. Pierwsza piątka wśród europejskich ASO to: AIM: 68 mln euro; Oslo Axess: 53 mln euro; Emerging Companies Cyprus: 44 mln euro; Alternext: 35 mln euro; First North: 28 mln euro, a na ich tle NewConnect: jedynie 5 mln euro.

Wśród „dużych giełd” średnia kapitalizacja spółek wynosiła na koniec lipca 2012: 2933 mln euro na giełdzie w Londynie; 1829 mln euro na NYSE Euronext; 1626 mln euro na giełdzie w Dublinie; 1308 mln euro na giełdzie we Frankfurcie; 1003 mln euro na giełdzie w Mediolanie. Dla porównania średnia kapitalizacja spółki na giełdzie w Warszawie to tylko 140 mln euro.

Kryterium 3: Wartość emisji (w tym wartość IPO) (tabela 4, 5, 6)

W całym okresie siedemnastoletniego funkcjonowania AIM wartość emisji akcji wyniosła prawie 79 mld euro (w tym około 35 mld euro w ramach IPO), a średnia wartość IPO wyniosła 11,6 mln euro. W okresie styczeń – lipiec 2012 średnia kwota IPO wyniosła 7,5 mln euro.

Na Alternext w ośmiu latach funkcjonowania wartość emisji wyniosła 2,8 mld euro (brak danych nt. wartości IPO), natomiast w 2012 roku jedna spółka miała emisję na kwotę 1,48 mld euro, co nieco zaburza statystykę rynku. Bez tej spółki średnia wartość IPO w okresie styczeń–lipiec 2012 wyniosła 4,7 mln euro.

Natomiast na NewConnect w okresie sześcioletniego funkcjonowania wartość emisji wyniosła jedynie 340 mln euro (w tym 292 mln euro w ramach IPO), co daje niską średnią 0,7 mln euro na jedno IPO w pierwszych siedmiu miesiącach 2012 roku.

Tabela 4

Alternative Investment Market w okresie 19 czerwca 1995 – 31 lipca 2012

| | Liczba spółek | | MC w mln euro | Liczba nowych emitentów | | Pozyskany kapitał w mln euro | | Wycofanie z giełdy w tym transfer | | Średnie IPO w mln euro | |
|------------------------------|---------------|-----------|---------------------|-------------------------|-----|------------------------------|--------|---|--------|---------------------------|-------|
| | UK | Zagranica | | Razem | UK | Zagranica | Razem | IPO | SPO | | Razem |
| 1995-06-19 | 10 | 0 | 10 | | | | | | | | |
| 1995 | 118 | 3 | 3 831 | 120 | 3 | 123 | 114 | 41 | 97 | bd | |
| 1996 | 235 | 17 | 8 521 | 131 | 14 | 145 | 838 | 486 | 824 | bd | |
| 1997 | 286 | 22 | 9 094 | 100 | 7 | 107 | 549 | 563 | 692 | bd | |
| 1998 | 291 | 21 | 7 137 | 68 | 7 | 75 | 430 | 511 | 585 | bd | |
| 1999 | 325 | 22 | 21 659 | 96 | 6 | 102 | 537 | 965 | 934 | bd | |
| 2000 | 493 | 31 | 23 804 | 265 | 12 | 277 | 2 796 | 2 133 | 3 092 | bd | |
| 2001 | 587 | 42 | 18 975 | 162 | 15 | 177 | 970 | 875 | 1 128 | 72 | |
| 2002 | 654 | 50 | 15 729 | 147 | 13 | 160 | 752 | 745 | 976 | 85 | |
| 2003 | 694 | 60 | 26 064 | 146 | 16 | 162 | 1 555 | 1 419 | 2 095 | 112 | |
| 2004 | 905 | 116 | 1021 | 294 | 61 | 355 | 3 922 | 2 656 | 4 656 | 88 | |
| 2005 | 1 179 | 220 | 1 399 | 399 | 120 | 519 | 9 402 | 3 611 | 8 942 | 141 | |
| 2006 | 1 330 | 304 | 1 634 | 338 | 124 | 462 | 14 758 | 8 510 | 15 678 | 227 | |
| 2007 | 1 347 | 347 | 1 694 | 197 | 87 | 284 | 8 963 | 13 078 | 16 184 | 224 | |
| 2008 | 1 233 | 317 | 1 550 | 87 | 27 | 114 | 1 146 | 3 324 | 4 322 | 258 | |
| 2009 | 1 052 | 241 | 1 293 | 30 | 6 | 36 | 833 | 5 471 | 5 602 | 293 | |
| 2010 | 967 | 228 | 1 195 | 76 | 26 | 102 | 1 423 | 6 696 | 6 958 | 198 | |
| 2011 | 918 | 225 | 74 344 | 67 | 23 | 90 | 728 | 4 374 | 4 269 | 142 | |
| sty-lip 2012 | 892 | 223 | 1 115 | 34 | 11 | 45 | 339 | 2 076 | 2 415 | 73 | |
| Razem od 19.06.95 | | | | 2 748 | 576 | 3 324 | 35 117 | 43 678 | 78 795 | 1 913 | 72 |
| | | | | | | | | | | | 11,6 |

Oznaczenia skrótów: UK – Wielka Brytania; MC – kapitalizacja rynkowa, IPO – pierwsza oferta publiczna, SPO – kolejne oferty publiczne. Transfer = przeniesienie na rynek podstawowy w Londynie.

Funty brytyjskie przeliczono na euro według cen spotowych na koniec okresu 31 grudnia 1999 – 31 lipca 2012, natomiast w okresie 19 czerwca 1995 – 31 grudnia 1998 przyjęto kurs z 31 grudnia 2009 (z uwagi na brak kursu wymiany – euro jeszcze wtedy nie istniało).

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.londonstockexchange.com.

Tabela 5

Rozwój NewConnect w okresie 30 sierpnia 2007 – 31 grudnia 2012

| | 30 sierpnia 2007 – 31 grudnia 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 31 lipca 2012 |
|---|---------------------------------------|-------|-------|-------|-------|---------------|
| Liczba spółek | 24 | 84 | 107 | 185 | 351 | 406 |
| w tym krajowych | 24 | 83 | 105 | 182 | 344 | 399 |
| w tym zagranicznych | 0 | 1 | 2 | 3 | 7 | 7 |
| Liczba debiutów | 24 | 61 | 26 | 86 | 172 | 58 |
| Liczba wycofań | 0 | 1 | 3 | 8 | 7 | 3 |
| w tym przejście na GPW | 0 | 1 | 1 | 8 | 6 | bd |
| | | | | | | |
| Wartość oferty w mln euro | 150 | 190 | 76 | 210 | 716 | 87 |
| Wartość oferty – nowe akcje w mln zł | 145 | 176 | 52 | 178 | 592 | 82 |
| Mediana w mln zł | 4,50 | 1,9 | 0,72 | 1,01 | 1,30 | 0,95 |
| Średnia arytmetyczna w mln zł | 6,06 | 2,89 | 2,01 | 2,07 | 3,44 | 1,34 |
| | | | | | | |
| Kapitalizacja w mln zł | 1 185 | 1 437 | 2 554 | 5 138 | 8 488 | 8 814 |
| w tym krajowych | 1 185 | 1 396 | 2 457 | 4 971 | 8 384 | bd |
| w tym zagranicznych | 0 | 41 | 97 | 167 | 104 | bd |

Kurs EUR/PLN zaczerpnięto ze strony www.reuters.com.

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.newconnect.pl.

Kryterium 4: Wycofanie spółek i transfer na rynek podstawowy (tabela 4, 5, 6)

Jednym z oczekiwań twórców „nowych rynków”, czy później rynków typu ASO, było umożliwienie małym i średnim spółkom nabrania dojrzałości i nauczenia się bycia spółką giełdową, a następnie, w wyniku wzrostu kapitalizacji rynkowej przeniesienie notowań akcji na parkiet podstawowy.

W okresie 2001 – 31 lipca 2012 roku 72 spółki na rynku AIM skorzystały z takiej możliwości przy dużej liczbie 1913 wycofań spowodowanych najczęściej upadłością. W przypadku Alternext w okresie ośmiu lat funkcjonowania jedynie cztery spółki przeszły na główny parkiet z łącznej liczby 33 wycofań. Natomiast na NewConnect w okresie 30 sierpnia 2007 – 31 grudnia 2011 spośród 22 wycofań 16 z nich dotyczyło przeniesienia na rynek podstawowy.

Tabela 6

Rozwój ALTERNEXT w okresie kwiecień 2005 – 31 lipca 2012

| ALTERNEXT | kwiecień– grudzień 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 31 lipca 2012 |
|--|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------|
| Liczba spółek | 20 | 75 | 119 | 128 | 125 | 155 | 180 | 183 |
| Krajowych | 20 | 73 | 113 | 116 | 115 | 144 | 169 | 171 |
| Zagranicznych | 0 | 2 | 6 | 12 | 10 | 11 | 11 | 12 |
| Debiuty | 20 | 57 | 46 | 12 | 5 | 37 | 34 | 7 |
| Paryż | 20 | 51 | 43 | 10 | 3 | 36 | 30 | 5 |
| Amsterdam | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| Bruksela | 0 | 4 | 3 | 2 | 2 | 1 | 4 | 0 |
| Lizbona | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| Wartość nowej oferty (w tym IPO) w mln euro | 86 | 474 | 451 | 47 | 10 | 94 | 93 | 1504 |
| Wartość nowej oferty (w tym IPO) bez Banco BTG w 2012 w mln euro | 86 | 474 | 451 | 47 | 10 | 94 | 93 | 24 |
| Średnia wartość 1 oferty w mln euro | 4,3 | 8,3 | 9,8 | 3,9 | 2,0 | 2,5 | 2,7 | 214,8 |
| Średnia wartość 1 oferty bez Banco BTG w 2012 r. w mln euro | 4,3 | 8,3 | 9,8 | 3,9 | 2,0 | 2,5 | 2,7 | 3,9 |
| Wycofanie spółek z giełdy | 0 | 2 | 2 | 3 | 7 | 7 | 8 | 4 |
| W tym transfer na rynek podstawowy | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 |
| Kapitalizacja w mln euro | 820 | 3 436 | 5 738 | 3 247 | 4 180 | 5 020 | 5 518 | 6 486 |
| Kapitalizacja w mln euro bez Banco BTG w 2012r. | 820 | 3 436 | 5 738 | 3 247 | 4 180 | 5 020 | 5 518 | 5 338 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.europeanequities.nyx.com.

Kryterium 5: Wybrane warunki dopuszczeniowe (tabela 7)

Główna różnica między dużym a małym „parkietem” w Europie jest taka sama jak w przypadku innych światowych platform działających w systemie alternatywnego obrotu papierami wartościowymi. Są to zminimalizowane wymogi formalne i informacyjne stawiane emitentom. Zaniżone wymagania małych „parkietów” nie są jednak ujednolicone, różnią się znacznie w niektórych kwestiach. Zgodnie z założeniami rynki ASO wyróżniają się na tle głównych giełd papierów wartościowych zaniżonymi wymogami formalno-finansowymi. W tabeli 7 zestawiono porównanie wymogów na pięciu parkietach, w tym na NewConnect.

Wielkość kapitału akcyjnego

Spośród pięciu rynków niemiecki organizator ASO zdecydował się od 1 lipca 2012 zastrzyć warunki dopuszczeniowe do segmentu Entry Standard w celu zwiększenia bezpieczeństwa z punktu widzenia inwestorów giełdowych. Emitenci muszą spełnić wymóg bariery kapitału akcyjnego (minimum 750 tys. euro), natomiast na pozostałych analizowanych w tabeli 6 rynkach (AIM, Alternext, First North, NewConnect) takiego wymogu w ogóle nie ma.

Okres prowadzenia działalności przed IPO

W przypadku Alternext i Entry Standard wymóg ten wynosi dwa lata, natomiast w pozostałych trzech ASO nie ma żadnych ograniczeń w tym zakresie.

Wprowadzenie akcji do obrotu

Istnieją zasadniczo dwie możliwości wprowadzenia akcji do obrotu na ASO: oferta publiczna i prywatna. Giełda we Frankfurcie wprowadziła od 1 lipca 2012 możliwość jedynie oferty publicznej dla emitentów segmentu Entry Standard. Oprócz tego jeszcze na każdej „małej giełdzie” można dopuścić do obrotu akcje notowane już na innej giełdzie.

W przypadku oferty publicznej należy sporządzić prospekt emisyjny, który następnie jest zatwierdzany przez regulatora. Na Entry Standard regulamin dopuszcza memorandum inwestycyjne (skróconą wersję prospektu), gdy wartość emisji nie przekracza 2,5 mln euro.

W przypadku oferty prywatnej sporządza się krótszy dokument – skrótowa wersja prospektu emisyjnego (na NewConnect – dokument informacyjny), który jest zatwierdzany jedynie przez organizatora ASO, a nie przez regulatora rynku.

Minimalny wolny obrót (*free float*)

Jedynie niemiecki organizator ASO wprowadził wymóg 10%. Na pozostałych rynkach nie ma takiego obostrzenia.

Tabela 7

Warunki dopuszczeniowe dla spółek ubiegających się o debiut na wybranych ASO
(stan na 31 lipca 2012)

| | AIM | Alternext | First North | Entry Standard | NewConnect |
|--|---------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|--|--|
| Wielkość kapitału akcyjnego | Brak | Brak | Brak | Minimum 750 tys. euro, cena nominalna 1 akcji 1 euro | Brak |
| Wymagana działalność przed wejściem na giełdę | Brak | 2 lata | Brak | 2 lata | Brak |
| Oferta publiczna (prospekt emisyjny zatwierdzony przez regulatora) | Tak | Tak | Tak | Tak | Tak |
| Oferta prywatna (dokument informacyjny; skrócona wersja prospektu) zatwierdzona przez giełdę | Tak | Tak | Tak | Tak | Tak |
| Minimalny <i>free float</i> | Nie | Nie | Nie | 10% | Nie |
| Autoryzowany doradca przed debiutem | Tak (Nominated Adviser) | Tak (Listing sponsor) | Tak, certified adviser | Tak, Skontroführer | Tak / Nie (w uzasadnionych przypadkach)* |
| Autoryzowany doradca po IPO | Tak | Tak | Tak | Tak | Tak, przez minimum rok |
| Publikacja sprawozdań finansowych | Śródroczne i zaudytowane roczne | Śródroczne i zaudytowane roczne | Kwartałne i zaudytowane roczne | Kwartałne i zaudytowane roczne | Kwartałne i zaudytowane roczne |

* Akcjonariat emitenta (istotny udział inwestorów kwalifikowanych – co najmniej 25%), dotychczasowe doświadczenie emitenta, jak również prawidłowe wykonywanie obowiązków informacyjnych, historia biznesowa emitenta (m.in. zaudytowane sprawozdania finansowe za okres dwóch lat poprzedzających wprowadzenie do obrotu), równoległe notowanie akcji na rynku regulowanym (nie musi to być rynek polski) bądź fakt, że od zaprzestania obrotu na tym rynku upłynął okres nie dłuższy niż 3 miesiące.

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji ze stron internetowych organizatorów ASO.

Autoryzowany doradca

Autoryzowany doradca na każdym rynku jest odpowiedzialny przede wszystkim za badanie, czy sporządzenie dokumentu informacyjnego w związku z ubieganiem się o wprowadzenie do obrotu danych instrumentów finansowych

nastąpiło zgodnie z wymogami; współdziałanie z emitentem w zakresie wypełniania przez niego wszystkich obowiązków oraz bieżącego doradztwa w zakresie dotyczącym funkcjonowania jego akcji w ASO.

Przed debiutem na ASO na każdym rynku emitent musi korzystać z usług autoryzowanego doradcy, natomiast po IPO jedynie na NewConnect wymóg dalszej współpracy wynosi jeden rok. Organizator rynku w Polsce wprowadził także możliwość zrezygnowania z usług autoryzowanego doradcy (zob. komentarz pod tabelą 7).

Publikacja sprawozdań finansowych

Wszyscy emitenci na pięciu rynkach muszą publikować roczne sprawozdania finansowe, poddane uprzednio rewizji finansowej. Oprócz tego na AIM i Alternext spółki publikują śródroczne sprawozdania, natomiast na Entry Standard, First North i NewConnect – sprawozdania kwartalne.

2.3. Zmiany w regulaminie NewConnect od 1 lipca 2012

Zarząd GPW w Warszawie wprowadził 1 lipca 2012 zmiany w regulaminie NewConnect, które są wynikiem nadużyć i zaniedbań uczestników polskiego rynku ASO. Najważniejsze zmiany dotyczą⁴:

- Wprowadzenia na koszt emitenta zewnętrznego raportu o jego działalności, uwzględniającego analizę bieżącej i przyszłej sytuacji finansowej i gospodarczej spółki oraz opinię odnośnie do możliwości podjęcia lub kontynuacji działalności operacyjnej. Zarząd GPW będzie żądać takiego raportu, gdy zajdzie podejrzenie, że działalność spółki może mieć negatywny wpływ na bezpieczeństwo obrotu jej instrumentami finansowymi lub na interes inwestorów. Wyniki raportu będą podawane do publicznej wiadomości.
- Możliwości nakładania przez Zarząd GPW na emitenta obowiązku zawarcia umowy z autoryzowanym doradcą (np. gdy zachodzi konieczność dalszego współdziałania spółki przy wykonywaniu obowiązków informacyjnych).
- Prawa nakładania finansowych kar dla emitentów oraz autoryzowanych doradców (w wysokości do 20 tys. zł).

⁴ Zob. www.newconnect.info/artukul/zmiany_na_newconnect-10602a.

- Wprowadzenia dwóch nowych segmentów: NewConnect High Liquidity Risk (NCHLR) – wysokie ryzyko płynnościowe oraz NewConnect Super High Liquidity Risk (NSHLR) – bardzo wysokie ryzyko płynnościowe. W segmencie NHLR będą spółki ze średnią kapitalizacją z ostatnich trzech miesięcy w wolnym obrocie poniżej 1 mln zł. Do segmentu NSHLR zakwalifikowano spółki ze średnią kapitalizacją z ostatnich trzech miesięcy w wolnym obrocie poniżej 1 mln zł, przeciętnym kursem poniżej 10 gr lub zmienności powyżej 10% oraz te, które ogłoszą upadłość. Po raz pierwszy władze GPW ogłosiły skład nowych segmentów na rynku NewConnect 27 czerwca. W wyniku kwalifikacji do segmentu High Liquidity Risk (HLR) trafiło 108 spółek, zaś w segmencie Super High Liquidity Risk (SHLR) znalazły się akcje piętnastu emitentów⁵.
- Zaostrożenia obowiązków informacyjnych emitentów.

Zakończenie – wnioski dla dalszego rozwoju NewConnect

Rozwój NewConnect będzie uzależniony od dalszego funkcjonowania jego organizatora, czyli GPW w Warszawie, która stała się atrakcyjnym miejscem pozyskiwania kapitału nie tylko spośród polskich emitentów. Mimo że GPW jest liderem w Europie Środkowo-Wschodniej pod względem kapitalizacji i obrotów, a także liczby spółek, dominujący akcjonariusz (Skarb Państwa) i zarząd stoją przed wyzwaniem trwającego procesu konsolidacji. GPW podpisała umowę o współpracy z NYSE Euronext i musi szukać dalszych aliansów strategicznych.

Liczba spółek notowanych na NewConnect jest imponująca (406 na koniec lipca 2012), jednakże średnia wartość IPO wyniosła w pierwszych siedmiu miesiącach 2012 roku tylko 0,32 mln euro. Na tle AIM (7,5 mln euro) czy Alternext (3,9 mln euro) jest to niska kwota i obrazuje fakt, że polskie małe i średnie spółki akcyjne charakteryzują się niskimi poziomami kapitałów własnych. Podobny wniosek wynika z porównania średniej kapitalizacji rynkowej spółek: na NewConnect (5 mln euro), a na GPW w Warszawie: 140 mln euro. Dla porównania na AIM średnia kapitalizacja spółki wynosiła na koniec lipca 2012: 68 mln euro (na giełdzie w Londynie: 2933 mln euro), a na Entry Standard: 53 mln euro (na gieł-

⁵ Zob. *GPW ogłasza skład nowych segmentów na rynku NewConnect*, www.newconnect.info/arttykul/-1251d4.

dzie we Frankfurcie: 1308 mln euro). Rozwój polskich spółek będzie uzależniony od jakości zarządzania, nadzoru korporacyjnego, umiejętności odpowiadania na potrzeby rynku i wyjścia poza granice Polski, a także od dostępu do finansowania własnego i obcego.

Organizatorzy NewConnect muszą pamiętać o przyczynach porażki „nowych rynków” w ostatniej dekadzie XX wieku, a szczególnie o klęsce niemieckiego Neuer Markt, który był stawiany jako wzorzec, a po zamknięciu traktuje się go jako negatywny przykład.

Za trafne należy uznać wprowadzenie od 1 lipca 2012 zmian w regulaminie NewConnect.

Należałoby dodatkowo wprowadzić wymóg minimalnej dwuletniej działalności emitenta oraz obowiązek przedstawienia po audycie raportu rocznego za minimum jeden rok wstecz przed debiutem.

Wprowadzając nowe zmiany oraz obowiązki, należy umożliwić NewConnect zachowanie głównych atutów w stosunku do GPW w Warszawie, takich jak optymalne warunki wejścia dla MŚP oraz oferowanie wyższej stopy zwrotu w zamian za podwyższone ryzyko inwestycyjne.

Literatura

- Black B., Gilson R. [2000], *Venture Capital and the Structure of Financial Markets: Banks versus Stock Markets*, „Journal of Financial Economics”, 47 (1).
- Michelacci C., Suarez J. [2000], *Business Creation and the Stock Market*, Working Paper, CEMFI.
- Giudici G., Roosenbloom P. [2004], *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, Emerald, Bingley.
- Liebman H.M., Goodman S.M., Hallake M. [1998], *EASDAQ: The Pan-European Stock Market for Growth Companies*, Lewis & Bockius LLP, White Paper.
- Kalckreuth U., Silbermann L. [2010], *Bubbles and Incentives: a Post-Mortem of the Neuer Markt in Germany*, „Discussion Paper Series 1: Economic Studies”, No. 15.
- Komisja Europejska [1994], *Green Paper on Innovation*, Bruksela.
- Komisja Europejska [1998], *Risk Capital: A Key to Job Creation in the European Union*, Bruksela.
- Neuer Markt: Chronik des Neuen Markts*, www.focus.de/finanzen/boerse/aktien/tid-7506/neuer-markt_aid_133914.html
- Vismara S., Paleari S., Ritter J.R. [2012], *Europe's Second Markets for Small Companies*.

NEW CONNECT AND OTHER EUROPEAN MULTILATERAL TRADING FACILITIES – COMPARABLE ANALYSIS

Summary

Presently thirteen MTFs (Multilateral Trading Facilities) addressed to SMEs are doing their activity in Europe. They are organized according to the MiFID Directive EC 2004/39/EC. A comparable analysis of the NewConnect and other European MTFs includes: number of listed companies on each domestic MTF and its share in total number of public companies, market capitalization (MC) of MTFs and its share in total MC of MTFs and main exchanges, money raised (incl. value stock issued, IPO), delistings (incl. transfer to main markets), admission requirements. The Alternative Investment Market in London, set up in 1995, became a benchmark for all European MTFs. The NewConnect is the second biggest in Europe MTF as far as the number of listed companies is concerned (406 in comparison with 1115 for AIM). The further development of the NewConnect will depend on the future of the Warsaw Stock Exchange. A consolidation process of stock exchanges takes place in Europe (NYSE Euronext, NASDAQ OMX Nordic, CEESEG in Vienna, LSE + Borsa Italiana). The Management of the Warsaw Stock Exchange and Deutsche Börse introduced restrictive regulations and disclosure **requirements** on NewConnect and Entry Standard to increase the transparency of listed companies and the safety of investors.

Keywords: Comparable analysis, NewConnect, Multilateral trading facilities

Translated by Marek Panfil