
ANNALIS
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA

VOL. XLVII, 2

SECTIO H

2013

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Zakład Rynków Finansowych

ROMAN ASYNGIER

*Wprowadzanie akcji do obrotu na rynku NewConnect
na tle głównych alternatywnych systemów obrotu w Europie*

Floating shares onto the NewConnect market in comparison with leading multilateral trading facilities
in Europe

Słowa kluczowe: NewConnect, rynek kapitałowy, Alternatywny System Obrotu, opłaty wstępne

Key words: NewConnect, capital market, multilateral trading facilities, admission fees

Wstęp

Pięciu lat funkcjonowania NewConnect nie sposób jednoznacznie uznać na sukces. Z jednej strony rynek ten notuje, niespotykany na innych alternatywnych systemach obrotu, przyrost liczby notowanych instrumentów. Z drugiej strony nie przekłada się to na poprawę jego jakości. Niska wartość ofert publicznych, ograniczona płynność akcji i nadmierna liczba spółek groszowych zniechęcają inwestorów do podejmowania inwestycji na tym rynku i hamują jego dalszy rozwój. Wydaje się, że wiele z tych problemów mogłoby zostać wyeliminowanych, gdyby obowiązywały bardziej restrykcyjne warunki wprowadzenia do obrotu instrumentów na NC.

W tekście zostanie zaprezentowana analiza danych statystycznych pokazująca pozycję NewConnect na tle innych alternatywnych systemów obrotu w Europie. Celem artykułu jest porównanie warunków, jakie muszą spełnić emitenci wprowadzający akcje do obrotu na wybranych europejskich ASO. Na bazie doświadczeń tych rynków zostaną wskazane rozwiązania, które organizator NewConnect mógłby wprowadzić w celu wyeliminowania problemów w jego funkcjonowaniu,

hamujących jego dalszy rozwój. Praca ta stanowi kontynuację badań mających na celu uwypuklenie niedoskonałości funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego, a w szczególności NewConnect.

1. Alternatywne systemy obrotu w Europie

Historia rynków alternatywnego systemu obrotu w Europie sięga roku 1995, gdy giełda londyńska uruchomiła Alternative Investment Market. AIM został stworzony z myślą o spółkach małych i nowo powstających, niespełniających wymagań rynku regulowanego LSE. Miał stanowić swego rodzaju przeciwwagę dla dynamicznie rozwijającego się amerykańskiego rynku pozagiełdowego NASDAQ¹.

Londyński AIM był wzorem do naśladowania dla powstających rynków ASO w Europie, ale kolejne liczące się dziś europejskie ASO, nie licząc rynku włoskiego, powstały dopiero po dziesięciu latach (tabela 1). W 2005 r. uruchomić rynki alternatywnego systemu obrotu postanowiły giełda niemiecka, sojusz giełd Euronext, skandynawski OMX oraz giełda irlandzka. Rok później na ten sam krok zdecydowała się giełda hiszpańska, a w roku 2007 do tego grona dołączyły giełda w Oslo oraz giełda warszawska, uruchamiając w sierpniu NewConnect. Nie wszystkie powstałe w XXI w. rynki alternatywne w Europie istnieją do dziś. W 2008 r. zamknięto rynki ASO w Lublanie oraz Bratysławie.

Zdecydowana większość rynków funkcjonuje jako MTF (ang. *Multilateral Trading Facilities*), a tylko trzy z wymienionych jako rynki regulowane (RM – ang. *Regulated Market*)². Federacja Europejskich Giełd Papierów Wartościowych (FESE) w niektórych krajach wyodrębnia kilka segmentów rynku kapitałowego, określając je jako rynki specjalne³. Na przykład we Włoszech oprócz wymienionego w tabeli rynku STAR funkcjonują jeszcze Mercato Expandi (jako RM) i Mercato Alternativo del Capitale (jako MTF), po fuzji z giełdą londyńską przemianowany na AIM Italia⁴. Kilka giełd europejskich prowadzi również rynki alternatywnego obrotu obligacjami, wśród których jest uruchomiony przez GPW w Warszawie (we wrześniu 2009 r.) rynek Catalyst⁵.

¹ E. Feder-Sempach, *Rynki alternatywne w strefie euro i Unii Europejskiej a NewConnect – analiza porównawcza*, Acta Universitatis Lodzianis, Folia Oeconomica 2010, nr 238, s. 35.

² Do powyższego zestawienia można dodać rynek Local Caps – wyodrębniany niegdyś segment giełdy szwajcarskiej. SWX Local Caps był segmentem stworzonym dla spółek, które nie spełniały wymogów zapisanych dla rynku głównego SWX, dotyczących m.in. kapitalizacji, generowanych przychodów, liczby akcjonariuszy. Zob. *Giełdy kapitałowe w Europie*, U. Ziarko-Siwiek (red.), CeDeWu, Warszawa 2007, s. 154. Obecnie na stronach internetowych giełdy szwajcarskiej nie uwzględnia w segmentacji rynku Local Caps. Nie ma również aktualnych informacji na temat funkcjonowania tego segmentu oraz zasad kwalifikacji spółek, <http://www.six-swiss-exchange.com> (29.12.2012).

³ *Alternative Markets/Segments in equity analysis*, <http://grahambishop.com/DocumentStore/d9cf5651-f676-4160-ab65-70b9e6ee6928.pdf> (29.12.2012).

⁴ <http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/aim-italia.htm>.

⁵ FESE podaje w zestawieniach osiem takich rynków, przy czym ten w Bratysławie jest zamknięty. Rynki funkcjonujące to: Alternative Market (EN.A), Dritter Markt, Alternext, Emerging Bonds (Cypr), GEM (Irlandia), Oslo Alternative Bond Market (ABM) oraz Catalyst, <http://www.fese.eu/en/?inc=art&id=4>.

Tabela 1. Dane statystyczne alternatywnych systemów obrotu w Europie (dane na koniec listopada 2012 r.)

| Rynek ASO / giełda prowadząca rynek ASO | RM/MTF | Rok uruchomienia | Liczba spółek | Kapitalizacja rynkowa (w mln EUR) | Wielkość wolumenu (w okresie I-XI 2012) | | Średnia kapitalizacja spółki (w mln EUR) | Średni obrót przypadający na jedną spółkę (w tys. EUR) | Średnia wartość transakcji (w tys. EUR) |
|--|--------|------------------|---------------|-----------------------------------|---|-------------------|--|--|---|
| | | | | | liczba transakcji | Obrót (w mln EUR) | | | |
| Alternative Market (EN.A) Athens Exchange | MTF | Q4 2007 | 14 | 143,0 | 324 | 0,7 | 10,21 | 50,00 | 2,16 |
| MAB Expansion BME (Spanish Exchanges) | MTF | I 2006 | 21 | 505,9 | b.d. | b.d. | 24,09 | x | x |
| BE'ra CESEEG-Budapest | MTF | XI 2011 | 23 | b.d. | 8 514 | 21,1 | x | 917,39 | 2,48 |
| STAR Borsa Italiana LSE Group | RM | IV 2001 | 66 | 12 778,0 | 2 066 929 | 5233,2 | 193,61 | 79 290,91 | 2,53 |
| Dritter Markt (MTF) CESEEG – Vienna | MTF | I 2002 | 21 | 971,7 | 7 241 | 16,3 | 46,27 | 776,19 | 2,25 |
| Emerging Comp. Cyprus Cyprus Stock Exchange | MTF | IX 2004 | 15 | 592,0 | b.d. | b.d. | 39,47 | x | x |
| Entry Standard Deutsche Börse | MTF | X 2005 | 178 | 9 534,6 | 289 292 | 659,0 | 53,57 | 3 702,25 | 2,28 |
| ESM Irish Stock Exchange | MTF | IV 2005 | 23 | 30 509,1 | 32 587 | 67,6 | 1326,48 | 2 939,13 | 2,07 |
| ISE Second National Market Istanbul Stock Exchange | RM | III 2003 | 77 | 3 983,5 | 15 412 100 | 10 789,8 | 51,73 | 140 127,27 | 0,70 |
| AIM London Stock Exchange | MTF | VI 1995 | 1 094 | 48 620,8 | 5 179 980 | 29 509,7 | 44,44 | 26 974,10 | 5,70 |
| Euro MTF Luxembourg Stock Exchange | MTF | VI 2005 | 234 | 339,5 | 635 | 11,6 | 1,45 | 49,57 | 18,27 |
| First North Alternative Market NASDAQ OMX | MTF | XII 2005 | 122 | 3 442,6 | 1 073 495 | 3 748,4 | 28,22 | 30 724,59 | 3,49 |
| Alternext/NYSE Euronext | MTF | IV 2005 | 177 | 6 055,0 | 678 923 | 1 183,0 | 34,21 | 6 683,62 | 1,74 |
| Oslo Axxess/Oslo Bors | RM | V 2007 | 34 | 1 893,8 | 216 423 | 563,5 | 55,70 | 16 573,53 | 2,60 |
| NewConnect Warsaw Stock Exchange | MTF | VIII 2007 | 421 | 2 440,3 | 722 822 | 256,6 | 5,80 | 609,50 | 0,35 |
| Łącznie/średnie | | | 2 520 | 121 809,8 | 25 689 265 | 52 060,5 | 48,34 | 20 658,92 | 2,03 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych giełd oraz danych statystycznych Federacji Giełd Europejskich, London Stock Exchange i Borsa Italiana, <http://www.fese.eu/en/?inc=art&id=4>; <http://www.londonstockexchange.com/statistics/markets/aim/aim.htm>, http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/sintesi-mensili/2012/sintesi-mensili201211.en_pdf.htm (28.12.2012).

Niekwestionowanym liderem alternatywnych systemów w Europie jest londyński AIM. Ponad tysiąc notowanych spółek przekłada się na 40% kapitalizacji rynków europejskich, a generowane na ich akcjach obroty stanowią ponad 56% (tabela 1). Gdyby wykluczyć z analizy rynki regulowane (STAR, ESM i Oslo Axess), przewaga rynku brytyjskiego nad resztą europejskich ASO byłaby miażdżąca.

Powstały ponad 5 lat temu rodzimy NewConnect jest pod względem kapitalizacji i obrotów średniej wielkości rynkiem ASO w Europie. Wybija się jednak zdecydowanie pod względem liczby notowanych spółek, która na koniec listopada 2012 r. wynosiła 421 emitentów, dzięki czemu NewConnect jest wiceliderem zestawienia. W latach 2010–2011 na NC zadebiutowało ponad 250 spółek, co stanowiło prawie połowę debiutów na wszystkich pozostałych ASO w Europie i stawiało w tym zestawieniu giełdę warszawską w gronie światowych liderów⁶.

Ilość nie przekłada się jednak na proporcjonalny wzrost kapitalizacji emitentów oraz zwiększenie zainteresowania inwestorów mierzonego wolumenem obrotów. Pod względem średniej kapitalizacji notowanych spółek NC wyprzedza tylko rynek luksemburski. Równie źle wygląda NC na tle konkurentów pod względem średniej wartości transakcji, która w 2012 r. wyniosła zaledwie 350 EUR. Średni obrót przypadający na jedną spółkę również jest jednym z najniższych wśród europejskich ASO.

2. Organizacja wybranych rynków ASO w Europie

Przepisy funkcjonowania rynków alternatywnych określają organizatorzy, którymi w myśl dyrektywy Parlamentu Europejskiego są giełdy⁷. Regułą jest, że na alternatywnych systemach obrotu wymogi formalne, informacyjne oraz opłaty dopuszczeniowe są znacznie mniejsze niż na rynkach głównych giełd. Umożliwia to firmom małym i nowo powstającym, niespełniającym wymogów rynku regulowanego, pozyskiwanie kapitału z rynku kapitałowego. Ma to istotne znaczenie zwłaszcza w branżach dynamicznie rozwijających się, opartych na aktywach niematerialnych (nowoczesne technologie), potrzebujących różnych form finansowania działalności.

Każda giełda, ustalając przepisy regulacyjne rynków alternatywnych, kieruje się celem ich funkcjonowania. Pomimo ogólnie zbliżonej istoty działania ASO organizatorzy mają swobodę kształtowania przepisów, co przekłada się na różnorodność regulacji. W tym punkcie zostaną przedstawione zasady funkcjonowania największych pod względem kapitalizacji i obrotów ASO w Europie (AIM, Alternext, Entry Standard), w zestawieniu z przepisami obowiązującymi na NewConnect⁸.

⁶ Szczegółowe dane dotyczące IPO na rynkach europejskich można znaleźć na stronie: <http://www.pwc.pl/ipo-watch-europe/index.jhtml> (27.12.2012). Statystyki wszystkich rynków giełdowych publikowane są w raportach Światowej Federacji Giełd: www.world-exchanges.org/statistics/annual-statistics-reports (28.12.2012).

⁷ Organizację alternatywnych systemów obrotu (ang. *Multilateral Trading Facilities*) reguluje Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID).

⁸ Wybór został podyktowany możliwością porównania organizacji najbardziej rozwiniętych rynków ASO z NC. Dlatego też pod uwagę brano tylko rynki zorganizowane w formie MTF, co wykluczyło z analizy STAR oraz ISE. Z kolei irlandzki ESM, o dużej kapitalizacji, charakteryzuje się bardzo małymi obrotami.

Tabela 2. Porównanie wymogów dopuszczeniowych emitentów akcji do notowań na europejskich rynkach ASO

| | AIM | Alternext | Entry Standard | NewConnect |
|--|---|---|---|--|
| Min. kapitalizacja/ kapitał akcyjny | brak | Min. kapitalizacja 4,5 mln EUR | Min. kap. akcyjny 750 tys. EUR | brak |
| Min. wiek spółki | brak | 2 lata | 2 lata | brak |
| Min. nominal akcji | brak | brak | 1 EUR | brak |
| Min. <i>free float</i> | brak | 2,5 mln EUR | 10% emisji | brak |
| Obowiązek współpracy z opiekunem | Nominated Adviser – współpraca przez cały okres notowań | Listing Sponsor – współpraca przez cały okres notowań | Deutsche Börse Listing Partner – współpraca przez cały okres notowań | Autoryzowany Doradca – współpraca przez min. pierwszy rok notowań |
| Oплата wstępna | zależna od kapitalizacji spółki: min. 7056 – max. 79 601 GBP | zależna od kapitalizacji spółki: min. 10000 – max. 3 mln EUR | stała 1500 EUR | stała 6000 PLN |
| Oплата roczna za notowania | 5618 GBP | zależna od liczby akcji: min. 2800 – maks. 50 000 EUR | 5000 EUR | 1 rok 1500 PLN, kolejne – zależnie od kapitalizacji: 0,02 %, min 3000 – maks. 8000 PLN |

* Opłaty obowiązujące na dzień 1 stycznia 2013 r.

Źródło: strony internetowe rynków ASO: <https://europeanequities.nyx.com/markets/nyse-alternext>, <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>, <http://www.boerse-frankfurt.de/de/wissen/marktsegmente/entry+standard>; <http://www.newconnect.pl> (30.12.2012).

Tabela 2 zawiera zestawienia wymogów regulacyjnych istotnych z punktu widzenia celu artykułu⁹. Z porównania wynika, że polski rynek ASO organizacyjnie najbardziej zbliżony jest do londyńskiego AIM, na którym był zresztą wzorowany. Oba rynki charakteryzuje bardzo liberalne podejście do wymogów, które musi spełnić emitent wprowadzający akcje do obrotu giełdowego. Nie obowiązują wymogi określające minimalną wielkość kapitalizacji spółek, rozproszenie akcji ani też wysokość nominalu akcji. Zarówno AIM, jak i NC są dostępne dla spółek nowo powstających.

Zupełnie inaczej w tych kwestiach są formułowane przepisy dla spółek ubiegających się o debiut na Alternext i Entry Standard. Rynki te są niedostępne dla start-upów, ponieważ wymagany jest dwuletni okres trwania spółki. Na obu obowiązują również wysokie wymogi dotyczące kapitalizacji lub kapitału akcyjnego. Dla zapewnienia odpowiedniej płynności rynkowej akcji emitentów zarówno na Alternext, jak i Entry Stan-

⁹ Szczegółowy opis historii i organizacji wybranych rynków wykracza poza wymogi objętościowe niniejszego opracowania. Opis rynków AIM, Alternext i NewConnect można znaleźć w pracy B. Mikołajczyk, A. Kurczewska, *Rynek NewConnect w Polsce na tle innych rynków alternatywnych w Europie*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse” 2010, vol. 6, nr 3. Zasady działalności rynku Entry Standard dostępne są na stronie: <http://www.boerse-frankfurt.de/de/wissen/marktsegmente/entry+standard> (30.12.2012).

dard ustalono minimalny *free float*. Dodatkowo na rynku niemieckim wartość nominalna jednej akcji nie może być niższa od 1 EUR.

Organizacja wszystkich analizowanych ASO w Europie opiera się na działalności podmiotów, które, na wzór rynku polskiego, można określić mianem Autoryzowanych Doradców. Mają one przede wszystkim wykonywać zadania doradcze i wspierające proces IPO oraz wypełniać obowiązki stawiane spółkom giełdowym. Ich rola na poszczególnych rynkach może być jednak dużo szersza. Na przykład na londyńskim AIM *Nominated Advisers* pełnią również funkcję nadzorczą wobec uczestników giełdy¹⁰. Na wszystkich analizowanych rynkach emitent ma obowiązek współpracować z Autoryzowanym Doradcą nie tylko w procesie IPO, ale również przez cały okres notowań. Wyjątkiem jest polski NC, gdzie współpraca z doradcą rok po debiucie nie jest już wymagana.

Każdy organizator rynku ASO pobiera od emitentów opłatę za wprowadzenie instrumentów do obrotu oraz opłatę roczną za notowania akcji. Polityka giełd prowadzących rynki ASO jest w tym względzie bardzo różna. AIM oraz Alternext naliczają wysoką opłatę wstępną, której wysokość zależy od kapitalizacji spółki¹¹. W przypadku Alternext opłata wydaje się wręcz horrendalnie wysoka, bo może wynieść nawet 3 mln EUR. Wynika to z faktu, że identyczne przepisy obowiązują zarówno na rynku ASO, jak i na głównym parkiecie NYSE Euronext. Jednak jeśli wziąć pod uwagę wielkość kapitalizacji spółek ubiegających się o wprowadzenie akcji do obrotu na tym rynku, nieprzekraczającej na ASO 100 mln EUR, opłata nie powinna przekroczyć 64 tys. EUR. Opłaty w kwocie stałej obowiązujące na rynku niemieckim i polskim są nieporównywalnie mniejsze i w przybliżeniu sobie równe (odpowiednio 1500 EUR i 6000 PLN).

W przypadku opłaty rocznej za notowania akcji na europejskich ASO rynek AIM oraz Entry Standard stosują opłatę stałą w podobnej wysokości (5 618 GBP oraz 5 000 EUR). Sposób wyliczenia opłaty rocznej na Alternext jest podobny jak przy opłacie wstępnej, przy czym w tym wypadku jej wysokość zależy od liczby akcji wprowadzonych do obrotu. Teoretycznie jej wysokość może wynieść nawet 50 tys. EUR, jednakże większość notowanych na Alternext emitentów uiszcza opłaty roczne w wysokości najwyżej kilku tysięcy EUR. Rozwiązania przyjęte na polskim rynku odbiegają nieco od tych wypracowanych na największych ASO w Europie. NewConnect stosuje opłatę roczną w przedziale od 3000 do 8000 PLN, uzależnioną od wysokości kapitalizacji rynkowej akcji. W pierwszym roku notowań obowiązuje opłata stała w wysokości 1500 PLN.

¹⁰ *AIM rules for Nominated Advisers*: <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/aim-rules-for-nominated-advisers.pdf> (30.12.2012).

¹¹ Dokładny opis wyliczenia opłaty wstępnej dostępne w dokumentach: <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/for-companies/listing-fees/aim-brochure-2012-2013.pdf> (30.12.2012), https://europeanequities.nyx.com/sites/europeanequities.nyx.com/files/fee_book_2013_eng.pdf.

3. Propozycje zmian regulacyjnych w kontekście problemów rynku NC

Niewielka wartość ofert publicznych, niska kapitalizacja spółek, ograniczona płynność akcji oraz nadmierna liczba spółek groszowych to podstawowe mankamenty funkcjonowania NewConnect. Konsekwencją tego jest małe zainteresowanie inwestorów i spadające obroty. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać w nieodpowiedniej organizacji tego rynku¹².

Z punktu widzenia celu artykułu ważnym problemem rynku NC jest tzw. jakość emitentów, w sensie finansowym i organizacyjnym, dopuszczonych do obrotu giełdowego. O problemie świadczą prezentowane wcześniej dane statystyczne dotyczące średniej kapitalizacji spółek na tle europejskich ASO jak również dane finansowe emitentów za rok 2011. Tylko niespełna 60% z nich osiągnęło zysk, jedynie 29 spółek wypłaciło w 2012 r. dywidendy, a co ósma spółka miała wartość księgową nieprzekraczającą 1 mln PLN¹³. Na koniec 2012 r. aż 25 spółek miało wartość rynkową poniżej 1 mln PLN¹⁴. O powadze problemu świadczy ostatnia weryfikacja segmentacji rynku dokonana przez Zarząd GPW w Warszawie (21 grudnia 2012 r.). Do segmentów NC High Liquidity Risk oraz NC Super High Liquidity Risk organizator zakwalifikował łącznie 168 spółek¹⁵. Jednocześnie do indeksu NC Lead, stworzonego dla liderów rynku, mogących ubiegać się o przeniesienie do notowań na rynek regulowany, wprowadzono tylko 13 spółek¹⁶.

Wydaje się, że przyczyną takiego stanu rzeczy są zbyt liberalne przepisy dopuszczające akcje emitentów do obrotu giełdowego. W tym kontekście organizator rynku powinien pomyśleć o zaostrzeniu regulacji dopuszczania emitentów na rynek publiczny. Przede wszystkim, wzorem Alternext oraz Entry Standard, GPW w Warszawie powinna wprowadzić minimalną wielkość kapitalizacji, kapitału akcyjnego lub oferty w ramach IPO emitenta. Wyeliminowałoby to pojawianie się na rynku mikroofert, które są na NC codziennością. Dość wspomnieć, że od początku istnienia rynku NC, aż do końca I półrocza 2012 r. przeciętna wartość oferty wynosiła tylko 670 tys. EUR, co było zdecydowanie najgorszym wynikiem spośród wszystkich rynków europejskich tego typu¹⁷. Dodatkowo organizator powinien ustalić minimalny *free float* akcji (najlepiej wzorem Alternext kwotowo, np. w wysokości 1–2 mln PLN) wprowadza-

¹² Problemy organizacyjne i prawne NewConnect były przedmiotem odrębnej analizy autora: zob. R. Asyngier, *Nieprawidłowości funkcjonowania rynku NewConnect – aspekty prawne i organizacyjne*, Annales UMCS sectio H, vol. XLVI, z. 4, 2011, s. 11–21.

¹³ Szczegółowa analiza wyników finansowych emitentów na NC i konsekwencji dla dalszego rozwoju rynku zostanie podjęta w osobnej publikacji.

¹⁴ Wyliczenia własne na podstawie danych dziennych sesji z 28 grudnia 2012 r.: http://www.newconnect.pl/index.php?page=statystyki_dzienne (30.12.2012).

¹⁵ W segmencie NC HLR znalazły się akcje 143, natomiast w segmencie NC SHLR – 25 emitentów: http://www.newconnect.pl/?page=informacje&ph_main_content_start=show&cmn_id=9425 (05.01.2013). Zasady segmentacji rynku NC są opisane na stronie: http://www.newconnect.pl/index.php?page=segmenty_ryнку_newconnect (05.01.2013).

¹⁶ http://www.newconnect.pl/?page=informacje&ph_main_content_start=show&ph_main_content_cmn_id=942 (27.12.2012).

¹⁷ <http://www.newconnect.info/przewodnik/> (27.12.2012).

nych do obrotu giełdowego, co zapewne zmniejszyłoby problem dramatycznie niskiej płynności wielu instrumentów.

Wiele do życzenia pozostawia również wypełnianie obowiązków informacyjnych oraz przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego przez emitentów¹⁸. Z omawianych w poprzednim punkcie artykułu rozwiązań mogących pozytywnie wpłynąć na działalność polskiego ASO zasadne wydaje się wprowadzenie obowiązku współpracy z Autoryzowanymi Doradcami przez cały okres notowań akcji emitenta, a nie tylko przez pierwszy rok. Takie regulacje stosują pozostałe omawiane w artykule ASO.

Na negatywne postrzeganie rynku NC przez inwestorów wpływa nadmierna liczba spółek groszowych, co skutkuje dużą zmiennością kursu, szczególnie w przypadku spółek o wartości rynkowej akcji poniżej 10 groszy. Na koniec 2012 r. aż 221 spółek miało cenę jednostkową akcji poniżej 1 PLN, z czego aż w 53 przypadkach cena zamknięcia była niższa od 10 groszy¹⁹.

Problem spółek groszowych wynika m.in. z przeprowadzania dużych, tanich emisji akcji oraz tolerowania przez organizatora dokonywania głębokich splitów (pełnych lub częściowych). Akcje sprzedawane są w cenie kilku, kilkunastu groszy, odpowiadającej wartości nominalnej akcji, a nierzadko kolejnych dużych emisji dokonuje się po najniższej możliwej cenie 1 grosza. Na koniec 2012 r. trzy spółki miały liczbę wyemitowanych akcji przekraczającą 1 mld, a kolejnych 25 – powyżej 100 mln²⁰.

Rozwiązaniem problemu spółek groszowych jest wprowadzenie, wzorem niemieckiego Entry Standard, minimalnej wielkości nominalnej akcji. Regulacja taka nie jest czymś wyjątkowym wśród europejskich ASO. Podobna funkcjonuje też na skandynawskim rynku First North, gdzie minimalną wartość akcji ustalono na 50 eurocentów lub ich równoważność w koronach duńskich lub szwedzkich²¹. Przepis ten jednocześnie wyeliminowałby problem wielomilionowych ofert akcji sprzedawanych po bardzo niskiej cenie.

Do rozważenia pozostają jeszcze kwestie wysokości opłat dla emitentów oraz minimalnego czasu działalności emitenta. W przypadku opłaty wstępnej i rocznej za notowania instrumentów samo ich podniesienie raczej nie przełoży się na poprawę jakości emitentów. Warto jednak w kontekście problemów z nadmiernymi emisjami akcji przemysleć ustanowienie opłaty rocznej, wzorem Alternext uzależnionej od liczby akcji wprowadzonych do obrotu, a nie jak dotychczas na NC – kapitalizacji spółki. Odnośnie do czasu trwania spółek ubiegających się o notowania akcji na rynku NC – wydaje się, że ustanowienie minimalnego czasu działalności emitenta byłoby w świetle strategii rozwoju rynku NC bezzasadne, ponieważ tworzono go z myślą m.in. o nowo powstających spółkach.

¹⁸ Zob. R. Asyngier, *op. cit.*, s. 15–16.

¹⁹ Wyliczenia własne na podstawie danych dziennych sesji z 28 grudnia 2012 r.: http://www.newconnect.pl/index.php?page=statystyki_dzienne (30.12.2012).

²⁰ Wyliczenia własne na podstawie statystyk rynku NC z dnia 28 grudnia 2012 r.: http://www.newconnect.pl/index.php?page=statystyki_dzienne (30.12.2012).

²¹ http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/77/77427_first_north_rulebook_2012_02_01.pdf (6.01.2013). Jest to zapewne pochodną rozwiązaniem stosowanego przez giełdę NASDAQ, będącą w sojuszu z rynkiem skandynawskim OMX, na którym minimalna wartość akcji została ustalona na poziomie 1 USD. Zob. E. Baumgartner, *Jak działa giełda. Poradnik dla inwestorów*, Polpress Services, ebook, s. 30.

Zakończenie

Porównanie przepisów funkcjonowania wybranych rynków ASO w Europie wskazuje, że przepisy w zakresie wprowadzenia instrumentów do obrotu giełdowego są na NC bardzo liberalne. To, co nie stanowi problemu na równie liberalnym rynku londyńskim, jest jednak wadą funkcjonowania wzorowanego na nim rynku polskiego. Tym samym należy regulacje te dostosować do naszych realiów. Pomocne może się przy tym okazać skorzystanie z doświadczeń takich rynków jak Alternext i Entry Standard.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jako organizator rynku NC powinien możliwie szybko wdrożyć przepisy ograniczające problemy niskiej kapitalizacji emitentów, mikroofert, niskich obrotów giełdowych i spółek groszowych. Za w pełni zasadne należy uznać konieczność wprowadzenia wymogu minimalnej wielkości kapitalizacji spółki, oferty publicznej lub prywatnej, *free float*, nominału akcji oraz obowiązku współpracy z Autoryzowanym Doradcą przez cały okres notowań. Do rozważenia pozostają wysokości opłat wstępnych i rocznych.

Dotychczasowe badania wskazują na postępującą stagnację NewConnect. W opinii autora bez podjęcia zdecydowanych kroków odwrócenie tej sytuacji nie będzie możliwe. Z jednej strony proponowane zmiany na pewno ograniczyłyby dostępność rynku NC dla emitentów, co może się wydawać sprzeczne z ideą tego rynku. Jednocześnie takie rozwiązania prawdopodobnie wyeliminowałyby lub przynajmniej złagodziły występujące problemy. Opisane propozycje zmian nie stanowią gwarancji harmonijnego rozwoju rynku, ale są niezbędne dla zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku NewConnect w przyszłości.

Bibliografia

1. Asyngier R., *Zmiany na głównych rynkach giełdowych w Europie*, [w:] *Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej*, P. Karpuś, J. Węclawski (red.), Wydawnictwo UMCS, Lublin 2008.
2. Baumgartner E., *Jak działa giełda. Poradnik dla inwestorów*, Polpress Services, ebook.
3. Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID).
4. Feder-Sempach E., *Rynki alternatywne w strefie euro i Unii Europejskiej a NewConnect – analiza porównawcza*, Acta Universitatis Lodzianensis, Folia Oeconomica 2010, nr 238.
5. Mikołajczyk B., Kurczewska A., *Rynek NewConnect w Polsce na tle innych rynków alternatywnych w Europie*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse” 2010, vol. 6, nr 3.
6. Ziarko-Siwiek U. (red.), *Giełdy kapitałowe w Europie*, CeDeWu, Warszawa 2007.

Strony internetowe

<http://www.boerse-frankfurt.de>.
www.borsaitaliana.it
www.europeanequities.nyx.com.
www.fese.eu.

www.londonstockexchange.com.
www.nasdaqomx.com.
www.newconnect.info/przewodnik.
www.newconnect.pl/.
www.parkiet.com.

Floating shares onto the NewConnect market in comparison with leading multilateral trading facilities in Europe

The article presents an analysis of statistical data which shows the position of the NewConnect market in comparison with other multilateral trading facilities in Europe. The goal of the article is to compare conditions which must be met by issuers who float shares in selected European multilateral trading facilities (MTFs). On the basis of experiences of those markets solutions have been indicated which could be implied by the NewConnect market organizer in order to eliminate its functioning problems which inhibit its further development. The article is continuation of studies whose aim is to emphasize imperfections in the functioning of the Polish capital market, particularly the NewConnect market.