eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

prof. dr hab. Bożena Mikołajczyk
dr Agnieszka Kurczewska
Katedra Finansów i Rachunkowości MSP
Uniwersytet Łódzki
https://dx.doi.org/10.65748/fiqf-2010-0019

Rynek NewConnect w Polsce na tle innych rynków alternatywnych w Europie[1]

[1] Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2010–2011 jako projekt badawczy.

Wprowadzenie

Rynek kapitałowy coraz szerzej otwiera się na małe i średnie przedsiębiorstwa. Alternatywne rynki finansowe, oferujące emisję i obrót papierami wartościowymi dla mniejszych podmiotów gospodarczych, powstają na świecie od ponad 30 lat (najstarszy rynek – amerykański NASDAQ[2] – funkcjonuje od 1971 r.), w Europie od 15 lat (brytyjski rynek AIM[3], powstał w 1995 r.). Ich zadaniem jest umożliwienie dostępu do kapitału dynamicznie rozwijającym się mniejszym przedsiębiorstwom, mającym w planach innowacyjne, a więc i często kapitałochłonne inwestycje. Zgodnie z koncepcją rynku alternatywnego, promocja podmiotów o dużych perspektywach wzrostu wiąże się z uproszczonymi formalnościami i niższymi, w porównaniu z rynkiem giełdowym, kosztami wejścia i funkcjonowania na rynku. Prostsze i tańsze procedury wejścia przekładają się jednak na wyższe ryzyko inwestycji na tych rynkach, co rekompensowane jest potencjalnie wysokim zwrotem będącym wynikiem wzrostu cen papierów wartościowych.

Na świecie liderem alternatywnego systemu obrotu jest NASDAQ, w Europie pod względem liczby notowanych spółek i wartości transakcji przoduje londyński AIM. Do innych europejskich rynków należą: Alternext (założony w 2005 r. dzięki sojuszowi giełd francuskiej, holenderskiej, belgijskiej i portugalskiej – Euronext, obecnie NYSE Euronext), niemiecki Entry Standrad (2005 r.), skandynawski First North (2006 r.), włoski MAC (2007 r.), norweski Axess (2007 r.), austriacki Dritter Market (2007 r.), włoski AIM Italia (2008 r.), czy hiszpański Mercado Alternativo Bursatil (2008 r.). Rozwój rynków alternatywnych powoduje zwiększanie konkurencyjności na rynkach kapitałowych i ogranicza w pewnym sensie naturalne tendencje monopolistyczne giełd[4].

W sierpniu 2007 r. rynek pozagiełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw stworzyła Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. NewConnect posiada status rynku zorganizowanego, lecz prowadzony jest przez GPW poza rynkiem regulowanym w formule alternatywnego systemu obrotu (ASO). Tak jak większość europejskich rynków alternatywnych, NewConnect znajduje się we wczesnej fazie wzrostu. Polski rynek kapitałowy również konsekwentnie się rozwija, obok rynku akcji NewConnect od września 2009 r. w formie alternatywnego systemu obrotu funkcjonują w Polsce również platformy rynku obligacji Catalyst[5].

Celem artykułu jest przedstawienie oferty polskiego systemu alternatywnego obrotu na NewConnect i porównanie jej z innymi europejskimi rynkami alternatywnymi. Do analizy porównawczej wybrano europejskiego lidera – brytyjski rynek AIM, jak również europejski rynek Alternext. Dla każdego z rynków – NewConnect, AIM i Alternext dokonano:

- charakterystyki funkcjonowania i zasad uczestniczenia w nim,
- analizy podstawowych statystyk świadczących o potencjale rynku,
- porównania oferty rynku alternatywnego z rynkiem głównym,
- kalkulacji kosztów wejścia na rynek.

Zasady funkcjonowania polskiego rynku alternatywnego NewConnect

Idea rynku NewConnect w dużym stopniu oparta została na koncepcji brytyjskiego rynku alternatywnego AIM (Alternative Investment Market). W Polsce możliwość funkcjonowania alternatywnego systemu obrotu określa ustawa o obrocie instrumentami finansowymi[6]. Zgodnie z ustawą alternatywny system obrotu to „organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, poza rynkiem regulowanym, wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w

[2] National Association of Securities Dealers Automated Quotations.
[3] Alternative Investment Market.
[4] M. Kachniewski, *Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja?*, „Bank i Kredyt" 2007, nr 11–12, s. 6.
[5] Na rynku obligacji Catalyst przedmiotem obrotu są nieskarbowe instrumenty dłużne: obligacje komunalne, korporacyjne oraz listy zastawne. Catalyst składa się z platform obrotu regulowanego i alternatywnego dla inwestorów hurtowych i detalicznych. Organizatorem rynku jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie i BondSpot (dawne MTS-CeTO).
[6] Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU z 2005 r., nr 183, poz. 1538 z późn. zm.

ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami"[7]. W sierpniu 2007 r. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie zdecydowała się na stworzenie poza rynkiem regulowanym rynku dedykowanego dynamicznym małym i średnim przedsiębiorstwom o nazwie NewConnect. Oferta NewConnect skierowana jest do silnie rozwijających się firm, ale niespełniających aktualnie wymogów GPW. Bardziej liberalne wymogi rynku NewConnect dotyczą niższych kosztów wejścia i funkcjonowania na rynku oraz mniejszych formalności. Spółka notowana na NewConnect musi składać raporty bieżące, półroczne i całoroczne, audyt wymagany jest jednak tylko wobec tych ostatnich. Wybór standardów sprawozdawczości należy do spółki. Warunki rozpoczęcia działalności spółki na NewConnect reguluje uchwała nr 471/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z 6 lipca 2007 r. w sprawie określenia szczegółowych warunków rozpoczęcia działania w alternatywnym systemie obrotu (Rynek NewConnect) przez Członków Rynku. Zgodnie z §1 Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu (stan prawny na 12 maja 2010 r.) przedmiotem obrotu na NewConnect mogą być: zdematerializowane akcje, prawa do akcji, prawa poboru, kwity depozytowe, obligacje (z wyjątkiem obligacji Skarbu Państwa lub NBP), inne udziałowe papiery wartościowe lub dłużne instrumenty finansowe wprowadzone do tego obrotu.

Rynek NewConnect przeznaczony jest dla firm z sektora małych i średnich przedsiębiorstw:

- młodych (zazwyczaj niefunkcjonujących na rynku dłużej niż 3–4 lata)[8],
- perspektywicznie rozwijających się[9],
- posiadających ciekawe i nowe pomysły inwestycyjne,
- szukających środków finansowych rzędu od kilkuset tysięcy złotych do kilku milionów złotych (w przypadku emisji prywatnej) lub o kapitalizacji sięgającej 20–30 milionów zł (w przypadku emisji publicznej).

NewConnect jest „platformą finansowania i obrotu dla małych i średnich przedsiębiorstw"[10]. Obecnie na rynku notowanych jest 126 spółek (stan na 20 maja 2010 r.), w tym dwie zagraniczne. Firmy te są pogrupowane wg następujących sektorów: budownictwo, e-handel, handel, informatyka, inwestycje, media, nieruchomości, ochrona zdrowia, technologie, telekomunikacja, usługi finansowe, usługi inne, wypoczynek.

Liczba spółek na NewConnect konsekwentnie rośnie. W 2009 r. najwięcej debiutów nastąpiło w sektorze budownictwa, co związane było prawdopodobnie z wąską specjalizacją firm tego sektora. Najwięcej spółek odnotowano w sektorze technologii oraz handlu, a sektor inwestycji odznaczał się największą liczbą zawieranych transakcji. Z kolei największe stopy zwrotu charakteryzowały sektory inwestycji, ochrony zdrowia oraz mediów[11]. Dynamikę liczby notowanych i debiutujących spółek przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Rozwój rynku NewConnect w okresie od sierpnia 2007 r. do maja 2010 r.

rok	2010*	2009	2008	2007
Liczba spółek	126	107	84	24
w tym zagranicznych	2	2	1	–
liczba debiutów	20	26	61	24
liczba wycofań	1	3	1	0

*stan na 20 maja 2010 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych zawartych w portalu rynku NewConnect www.newconnect.pl

[7] Ustawa z 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, DzU z 2009r., nr 165, poz. 1316.
[8] Mimo dominacji młodszych podmiotów gospodarczych są na NewConnect notowane również firmy o dłuższym stażu, np. spółka Hydrapres powstała w 1984 r.
[9] Początkowo akcentowana innowacyjność firm ustąpiła miejsca wymogowi perspektyw rozwoju, niezależnie od sektora.
[10] www.newconnect.pl.
[11] *Technologie, inwestycje i handel podbijają NewConnect*, „Akcjonariusz" 2010, nr 1, s. 18.

Droga na GPW jest celem wielu spółek z NewConnect. Kryterium przejścia opiera się na wielkości kapitalizacji (10 mln euro) i płynności. Pierwsze wyjście z NC i debiut na GPW odnotowano w 2008 r. dla spółki M.W. Trade (następnymi spółkami były Centrum Klima, Fast Finance, Pragma Inkaso). Na rok 2010 przewidzianych jest więcej przejść. Mimo że jest to naturalna, a nawet promowana droga rozwoju spółek, istnieje realne ryzyko, iż w przypadku odpływu znaczącej liczby najlepszych spółek spadnie kapitalizacja całego rynku NewConnect[12].

NewConnect oferuje spółkom dwa rodzaje emisji: prywatną i publiczną. Zdecydowana większość spółek decyduje się na pozyskanie kapitału w wyniku oferty prywatnej. Oferta taka kierowana jest do maksymalnie 99 inwestorów, jest prostsza, szybsza i mniej kosztowna niż emisja publiczna. Nie stosuje się do niej wymagań ustawy o ofercie publicznej, nie ma obowiązku przygotowania prospektu emisyjnego czy memorandum informacyjnego. Wzór dokumentu informacyjnego zawiera Załącznik 1 do Regulaminu alternatywnego systemu obrotu. Emisja publiczna zgodna musi być z wymogami dopuszczeniowymi zawartymi w ustawie o ofercie publicznej. Kierowana jest do co najmniej 100 osób lub do adresata nieoznaczonego. Konieczne staje się sporządzenie prospektu emisyjnego, który musi zatwierdzić Komisja Nadzoru Finansowego. W przypadku oferty publicznej, jeśli wartość emisji nie przekroczy wartości 2,5 mln euro, wymagane jest memorandum informacyjne, w przypadku emisji na wyższą kwotę należy poddać się rygorom przewidzianym dla publicznego dokumentu informacyjnego.

Etapy emisji prywatnej i publicznej przedstawia schemat 1. W obu przypadkach decyzję o emisji na rynku NewConnect musi poprzedzić zmiana formy prawnej firmy na spółkę akcyjną (lub komandytowo-akcyjną) oraz zgoda walnego zgromadzenia spółki.

[12] A. Szurek, *Przepływ spółek z NewConnect na GPW*, „Gazeta Giełdy Parkiet" z 15 lutego 2010 r., s. 1; A. Szurek, W. Iwaniuk, *Spółkki z NewConnect chcą na główny*, „Gazeta Giełdy Parkiet" z 15 lutego 2010 r.

Schemat 1. Emisja prywatna i publiczna na NewConnect

EMISJA PRYWATNA	EMISJA PUBLICZNA
1. przeprowadzenie koniecznych przekształceń formalno-prawnych oraz podpisanie umowy z autoryzowanym doradcą ↓ 2. podjęcie przez walne zgromadzenie spółki decyzji o wprowadzeniu akcji do obrotu w formie emisji prywatnej ↓ 3. przygotowanie wraz z autoryzowanym doradcą dokumentacji ofertowej skierowanej do maksimum 99 inwestorów ↓ 4. zebranie dokumentacji pozwalającej na dopuszczenie akcji na NewConnect (wniosek o dematerializacji akcji i ich rejestrację oraz jej zatwierdzenie przez GPW, wniosek o wprowadzenia akcji do ASO, umowa z animatorem rynku lub market makerem) ↓ **DEBIUT** Czas trwania: 3–4 miesiące	1. przeprowadzenie koniecznych przekształceń formalno-prawnych oraz podpisanie umowy z autoryzowanym doradcą ↓ 2. podjęcie przez walne zgromadzenie spółki decyzji o wprowadzeniu akcji do obrotu w formie emisji prywatnej ↓ 3. wybór animatora rynku lub market makera, wybór domu maklerskiego 4. przygotowanie dokumentu dopuszczeniowego: prospektu lub memorandum ↓ 5. postępowanie przed KNF (zatwierdzenie prospektu) ↓ 6. przeprowadzenie oferty (dematerializacja akcji, wniosek o wprowadzenie akcji do ASO w formie emisji publicznej, rejestracja akcji) ↓ **DEBIUT** Czas trwania: 6–8 miesięcy

Notowania na NewConnect odbywają się teoretycznie w dwóch systemach: kierowanego zleceniami i cenami. W rzeczywistości spółki decydują się na pierwszy z wymienionych systemów. Jest on bardzo podobny do sposobu notowań na rynku podstawowym, istnieje jednak konieczność podpisania umowy z animatorem rynku. Notowania mogą mieć charakter ciągły (tę opcję wybiera

większość spółek) lub jednolitego kursu. W przypadku systemu kierowanego cenami istotną funkcję pełni market maker[13], który wystawia cenę i zlecenie, notowania mają charakter ciągły.

Do czynników decydujących o wyborze finansowania poprzez wejście na rynek NewConnect należą:

- dostęp do źródeł finansowania umożliwiających rozwój,
- prestiż spółki publicznej, ekspozycja firmy,
- możliwość obiektywnej oceny wartości spółki,
- zwiększona możliwość fuzji i przejęć,
- większa przejrzystość firmy,
- wzmocnienie kontaktów z klientami i dostawcami,
- wzmocnienie wizerunku spółki publicznej.

Oceniając rynek NewConnect po niecałych trzech latach funkcjonowania, należy zaobserwować rosnącą dywersyfikację rynku. I tak, poszczególne sektory reprezentuje bardzo różna liczba notowanych spółek, odmienne przyrosty kapitalizacji i zróżnicowane stopy zwrotu[14].

Indeksem rynku NewConnect jest NCIndex, którego wartość bazową ustalono na 100 punktów (30 sierpnia 2007 r.). Wartość ta w następnych okresach regularnie spadała. Od drugiej połowy 2009 r. widoczna jest jednak poprawa (tabela 2).

Tabela 2. Podstawowe statystyki dotyczące rynku NewConnect w latach 2007–2009

Parametry	II pol. 2009 r.	I pol. 2009 r.	II pol. 2008 r	I pol. 2008 r.	II pol. 2007 r.*
Wartość NCIndex	49,70	39,83	38,19	63,90	144,17
Stopa zwrotu NCIndex (%)	24,78	4,29	–40,23	–55,68	44,17
Stopa zwrotu NCIndex w bieżącym roku (%)	30,14	4,29	–73,51	–55,68	44,17
Wartość obrotów sesyjnych akcjami (tys. zł)	785 359,51	294 035,41	218 520,65	607 920,90	302 565,96
Wartość obrotów akcjami od początku roku (tys. zł)	1 079394,92	294 035,41	826 441,55	607 920,90	302 565,96
Liczba transakcji	223 274	100 455	88 498	159 078	59 674
Średnia wartość transakcji na sesję (zł)	1 758,73	1 463,52	1 234,61	1 910,76	2 535,16
Wskaźnik obrotu (%)	50	30	21	59	44
Kapitalizacja (mln zł)	2 457,16	1 473,02	1 396,17	1 179,54	1 184,79
Liczba spółek	107	91	84	58	24
Liczba debiutów	18	8	27	34	24
Cena/Zysk	–	58,30	25,0	36,1	90,0
Cena/Wartość Księgowa	3,29	2,92	3,59	9,72	27,95
Stopa dywidendy (%)	0,20	0,20	0,10	0	0
Liczba sesji	129	123	127	124	83

* Od daty debiutu rynku w sierpniu 2007 r.

Źródło: Biuletyn statystyczny NewConnect II półrocze 2009, Biuletyn statystyczny NewConnect I półrocze 2009, Biuletyn statystyczny NewConnect II półrocze 2008, Biuletyn statystyczny NewConnect I półrocze 2008, Biuletyn statystyczny NewConnect II półrocze 2007.

[13] Rola market makera polega na kwotowaniu. Market maker wystawia oferty kupna-sprzedaży, jest stroną każdej transakcji.

[14] *Technologie, inwestycje i handel podbijają NewConnect*, *op.cit.*, s. 20.

Z rynkiem NewConnect związane są dla spółek następujące koszty:
1. Koszty debiutu:
- koszty przygotowania spółki do debiutu pod względem formalno-prawnym (m.in. przekształcenie w spółkę akcyjną),
- wprowadzenie akcji po raz pierwszy do obrotu (niezależne od wielkości kapitalizacji spółki): 3 tys. zł,
- w przypadku emisji publicznej powyżej 2,5 mln euro: koszty prospektu emisyjnego (minimum 150 tys. zł);

2. Koszty funkcjonowania na rynku:
- roczne opłaty stałe związane z funkcjonowaniem w ASO: 3 tys. zł (w pierwszym roku spółki są zwolnione z opłat);

3. Koszty wynagrodzeń dla autoryzowanego doradcy (roczne opłaty wahają się przeciętnie od 60 do 120 tys. zł), animatora rynku lub market makera (około 40–60 tys. zł) oraz koszty biegłego rewidenta. Łącznie koszty wynoszą ok. 4–8% wartości emisji, w 2008 r. było to przeciętnie 220 tys. zł[15].

Rynkowi NewConnect zarzuca się niską płynność (mimo iż zadaniem animatorów rynku jest poprawa płynności), duże wahania cen akcji notowanych spółek, niskie obroty oraz przewagę inwestorów krajowych i indywidualnych. Jak zauważa M. Dykto, spółki notowane na NewConnect obarczone są ponadprzeciętnym ryzykiem, na pewno wyższym niż na rynku regulowanym, które potęguje brak szczegółowych danych o spółkach (wymogi informacyjne są mniejsze na NewConnect) i brak nadzoru państwowego. W efekcie nabywcami akcji są podmioty akceptujące wyższy poziom ryzyka w swojej działalności, tj. fundusze *venture capital*, fundusze inwestycyjne, inwestorzy indywidualni skłonni podjąć wysokie ryzyko[16].

Rynek NewConnect stale uatrakcyjnia swoją ofertę. Jedną z ostatnich propozycji jest stworzenie segmentu NewConnect LEAD, w którym notowane są spółki-liderzy o największej płynności i kapitalizacji, stosujący „dobre praktyki" rynku.

Podstawy funkcjonowania lidera wśród europejskich rynków alternatywnych – rynku AIM

Alternative Investment Market (AIM) jest międzynarodowym rynkiem alternatywnym dla mniejszych podmiotów gospodarczych, prowadzonym przez giełdę papierów wartościowych w Londynie (London Stock Exchange). Nie jest on przeznaczony wyłącznie dla młodych przedsiębiorstw, ale dla przedsiębiorstw zdecydowanie wchodzących na drogę wzrostu. Na koniec I kwartału 2010 r. na AIM notowane były 1253 spółki, a wartość rynku oszacowano na ponad 64,5 mld funtów brytyjskich.

Konstrukcja NewConnect oparta jest na koncepcji rynku AIM, stąd większość rozwiązań jest zbliżona. Rolę autoryzowanych doradców na AIM pełnią tzw. NOMADS, czyli *nominated advisors*, spółki muszą przygotować dokument dopuszczeniowy o nazwie *admission document*. Warto jednak zwrócić uwagę na różnice między rynkami podstawowym i alternatywnym prowadzonymi przez londyńską giełdę, co pomoże określić profil podmiotów decydujących się na AIM (tabela 3). Regulacje na rynku alternatywnym są bardziej liberalne, zwłaszcza z powodu braku wymagania dotyczącego wielkości udziałów udostępnianych publicznie, braku określenie minimalnej kapitalizacji czy możliwości debiutu dla bardzo młodych spółek.

Ponieważ powstanie NewConnect wzorowane było na brytyjskim AIM, warto przyjrzeć się początkom obu rynków. Okazuje się, że w okresie pierwszych dwóch lat na rynek brytyjski weszło zdecydowanie więcej, bo 294, spółek, podczas gdy na polski – 96. Setna spółka pojawiła się na AIM po 3 miesiącach, na NewConnect zaś po 26 miesiącach. Wielkość kapitalizacji po 2 latach na rynku na

[15] http://www.bankier.pl/wiadomosci/print.html?article_id=1946585.
[16] M. Dykto, *Alternatywny system obrotu NewConnect i jego rola w finansowaniu spółek akcyjnych*, Acta Universitatis Lodziensis, „Folia Oeconomica" 2010, nr 233, s. 231.

AIM wynosiła w 1997 r. 18,36 mln GBP, podczas gdy na NewConnect w 2009 r. – 24 miliony zł[17]. Zdecydowanie brytyjski AIM jest rynkiem międzynarodowym. Po dwóch latach funkcjonowania na AIM notowane były 22 spółki zagraniczne (obecnie 239 spółek zagranicznych), na NewConnect jak dotąd na debiut zdecydowały się dwie firmy zagraniczne (czeskie). Oczywiście podstawowym powodem różnic jest prestiż i renoma londyńskiej giełdy, jak również mało fortunny moment startu rynku NewConnect. Należy jednak pamiętać, że ambicją NewConnect jest zdobycie pozycji lidera przede wszystkim w Europie Środkowej i Wschodniej.

Tabela 3. Różnice między Rynkiem Głównym a AIM

Cecha rynku	AIM	Rynek Główny
Wymagania dotyczące wielkości udziałów udostępnianych publicznie	Brak wymogu	Minimum 25%
Dotychczasowe doświadczenie w działalności	Brak wymogu	3 lata
Wcześniejsza zgoda udziałowców na dokonywanie transakcji	Brak wymogu (z wyjątkiem przejęć odwrotnych lub drastycznych zmian)	Wymagana
Wymagania dotyczące dokumentów emisyjnych	Zatwierdzenie przez organy giełdy, dopuszczenie przez UKLA* tylko w przypadku wymogu prospektu	Akceptacja prospektu przez UKLA*
Minimalna wielkość kapitalizacji	Brak	określona
Obecność podmiotów umożliwiających wejście i funkcjonowanie na rynku	Konieczność współpracy z autoryzowanym doradcą	Wymagana obecność sponsorów przy określonych transakcjach

*United Kingdom Listing Authority

Źródło: *Joining AIM: a professional handbook, White Page Ltd, London Stock Exchange, 2007, s. 5.*

Rynek AIM rozwija się w sposób konsekwentny od początku powstania w 1995 r., jednakże od początku XXI w. notuje się jego bardziej dynamiczny wzrost (tabela 4). Liczba spółek brytyjskich i międzynarodowych konsekwentnie zwiększa się. Wartość rynku również rośnie. Jedynym wyjątkiem był kryzys związany z pęknięciem „bańki internetowej" na początku XXI w. (rok 2001, rok 2003). Gwałtowny przyrost spółek odnotowuje się od roku 2004. Od niedawna AIM cieszy się popularnością wśród chińskich spółek. Silna międzynarodowa pozycja AIM pozwala na konkurencję z NASDAQ.

Tabela 4. Ewolucja rozwoju rynku AIM w latach 1995–2009

Okres	Liczba firm			Wartość rynku (w mln GBP)
	brytyjskich	międzynarodowych	razem	
19 czerwca 1995 r.	10	0	10	82,2
1995 r.	118	3	121	2 382,4
1996 r.	235	17	252	5 298,5
1997 r.	286	22	308	5 655,1
1998 r.	291	21	312	4 437,9
1999 r.	325	22	347	13 468,5
2000 r.	493	31	524	14 935,2
2001 r.	587	42	629	11 607,2
2002 r.	654	50	704	10 252,3
2003 r.	694	60	754	18 358,5

[17] N. Chudzińska, *NewConnect i AIM na jednej ścieżce rozwoju?*, „eBiuletyn NewConnect" 2009, nr 25.

2004 r.	905	116	1021	31 753,4
2005 r.	1 179	220	1 399	56 618,5
2006 r.	1330	304	1 634	90 666,4
2007 r.	1347	347	1 694	97 561,0
2008 r.	1233	317	1 550	37 731,9
2009 r.	1052	241	1 293	56 632,0
I kwartał 2010 r.	**1 014**	**239**	**1 253**	**64 518,1**

Źródło: Biuletyn statystyczny rynku AIM – AIM Market Statistics, March 2010, London Stock Exchange, London Stock Exchange's Market Information & Analysis unit, s. 2.

Cechą różnicującą AIM i NewConnect jest sposób naliczania opłat związanych z wejściem na rynek. Firmy zamierzające wejść na rynek AIM muszą liczyć się z uiszczeniem opłaty wstępnej (tzw. *admission fee*). Wielkość tej opłaty uzależniona jest od wielkości kapitalizacji spółki w dniu debiutu na rynku i wynosi od 6 400 GBP do 72 200 GBP. Wylicza się ją z algorytmu opisanego w tabeli 5. Kolumna A tabeli zawiera przedziały wartości kapitalizacji. Po odnalezieniu właściwego przedziału dla wartości kapitalizacji danej spółki należy wielkość kapitalizacji powyżej dolnej granicy przedziału pomnożyć przez wielkość umieszczoną w kolumnie B. Do uzyskanego wyniku należy dodać kwotę z kolumny C dla jednego wyżej przedziału w tabeli. Do tak uzyskanej kwoty należy dodać 17,5% VAT. W następnych latach roczna opłata wynosi 5100 GBP i jest wymagana w kwietniu każdego roku.

Tabela 5. Wielkość opłaty wstępnej związanej z wejściem na rynek AIM

A		**B**	**C**
Wielkość kapitalizacji (mln GBP) od	do	Przyrost wartości na mln GBP	Maksymalna kwota (GBP)
0	5	Minimalna kwota	6400
5	10	640,00	9600
10	50	320,50	22420
50	250	160,15	54450
250	i więcej	70,94	72200
		Maksymalna kwota	72200

Źródło: Fees for companies and nominated advisors, AIM, April 2010, London Stock Exchange.

Warto również zauważyć, że chociaż założeniem było, że spółki notowane na AIM z czasem staną się uczestnikami rynku głównego, praktyka pokazała, że kierunek strategii może być odwrotny. Od pewnego czasu mają bowiem miejsca przejścia z rynku giełdowego na rynek alternatywny (np. w kwietniu 2010 r. spółka Manganese Bronze Hldgs PLC). W drugą stronę miało miejsce relatywnie niewiele przejść (np. w maju 2010 r. spółka Sportingbet).

AIM stał się wzorem funkcjonowania dla wielu alternatywnych rynków w Europie i na świecie, oprócz Polski z doświadczeń brytyjskiego rynku skorzystały m.in. włoski rynek AIM Italia czy irlandzki rynek IEE (Irish Enterprise Exchange).

O atrakcyjności AIM świadczy rosnącą internacjonalizacja rynku. W 1995 r. na AIM notowane były 3 firmy spoza Wielkiej Brytanii, w pierwszym kwartale 2010 r. – 239. Uwagę zwraca również fakt, że wśród zagranicznych podmiotów obecne są spółki amerykańskie, które mają wiele możliwości na rodzimym rynku[18].

[18] D. Kordela, *AIM- Europejski model alternatywnego rynku papierów wartościowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" nr 585, „Ekonomiczne Problemy Usług" nr 50, „Strategie zarządzania mikro i małymi przedsiębiorstwami", Szczecin 2010, s. 213.

Podstawy funkcjonowania rynku alternatywnego Alternext

Kolejnym europejskim rynkiem alternatywnym jest założony w maju 2005 r. rynek Alternext działający przy NYSE Euronext (sojusz giełd francuskiej, holenderskiej, belgijskiej i portugalskiej). Tak jak w przypadku wcześniej omówionych rynków formuły ASO, celem Alternext jest „zaopatrzenie" małych i średnich przedsiębiorstw w kapitał poprzez emisję papierów wartościowych. Z oferty rynku mogą korzystać europejskie i pozaeuropejskie spółki prowadzące działalność gospodarczą od co najmniej dwóch lat oraz decydujące się na udostępnienie w wolnym obrocie akcji o wartości minimalnej 2,5 mln euro[19]. Alternext wypracował własny model rynkowy, który w założeniu ma zapewnić przedsiębiorstwom sektora MSP płynność. Model ten łączy transakcje zarówno kwalifikujące się, jak i spoza księgi głównej zamówień (*central order book*). Dualność modelu ma zapewnić inwestorom możliwość prawdziwego wyboru[20].

Rolę autoryzowanych doradców na Alternext pełnią tzw. *listing partners*, innymi uczestnikami rynku są tzw. *liquidity providers*, których rola zbliżona jest do market makerów (w rzeczywistości wyróżnia się dwa rodzaje tych podmiotów: *corporate brokers* przy mniejszych spółkach oraz *dealers* w wypadku większych czy zagranicznych spółek).

Obecnie na rynku Alternext notowane są 133 spółki, co jest liczbą bardzo zbliżoną do rynku NewConnect (mimo iż polski rynek funkcjonuje ponad dwa lata krócej), o łącznej kapitalizacji ponad 4,4 mld euro.

W założeniu rynek Altrenext ma być referencyjnym rynkiem alternatywnym w strefie euro. Jednakże trudno uznać, by rynek ten był bardzo atrakcyjnym miejscem dla młodych i ambitnych spółek. Jak wynika z analiz biuletynu NewConnect, tylko 4% notowanych spółek ma staż krótszy niż 5 lat, a 43% to firmy prowadzące działalność 5–10 lat, aż 14% istnieje od przynajmniej dwudziestu lat[21]. Niemniej jednak zaletą Alternext jest dobra ochrona interesów inwestorów, przejawiająca się w większych wymaganiach dotyczących wejścia na rynek i obowiązkach informacyjnych już po debiucie spółki[22].

Koszty związane z rynkiem Alternext obejmują:

1. Koszty debiutu: kwota zależna jest od kapitalizacji spółki, może wynieść od 10 tys. do 3 mln euro (w przypadku spółek zagranicznych, tj. spoza Francji, Belgii, Holandii i Portugalii, które nie kwalifikują się do indeksu Euronext 100, kwota ta została ograniczona do 500 tys. euro). Szczegóły sposobu naliczania opłat przedstawia tabela 6.

Tabela 6. Opłaty związane z debiutem na Alternext

Wartość kapitalizacji (w euro)	Sposób naliczania opłaty	Opłata maksymalna (w euro)
Do 10 000 000	10 000 euro	10 000
Od 10 000 001 do 100 000 000	0,6 ‰	64 000 (10 000 + 54 000)
Od 100 000 001 do 500 000 000	0,4 ‰	224 000 (64 000 + 160 000)
Od 500 000 001 do 1 000 000 000	0,3 ‰	374 000 (224 000 + 150 000)
Powyżej 1 000 000 000	0,1 ‰	3 000 000

Źródło: Fee book: listing fees, NYSE Euronext 2009.

[19] W przypadku emisji prywatnej nie ma minimalnego progu wartości wolnego obrotu. Jednakże podczas dwóch lat poprzedzających emisję spółki muszą odnotować wzrost kapitału o co najmniej 5 mln euro (włączając kwoty od inwestorów).

[20] NYSE Alternext. Alternext – The tailor-made market for small and mid caps, March 2000. http://www.euronext.com/fic/000/033/251/332514.pdf .

[21] Ł. Porębski, *Rynki alternatywne na świecie cz.3*, „e-biuletyn NewConnect" 2009, nr 2.

[22] *Ibidem*.

2. Koszty kolejnych emisji: kwota zależna jest od kapitalizacji spółki, może wynieść od 100 euro do 2, 25 miliona euro (w przypadku spółek zagranicznych, tj. spoza Francji, Belgii, Holandii i Portugalii, które nie kwalifikują się do indeksu Euronext 100, kwota ta została ograniczona do 375 tys. euro). Szczegóły sposobu naliczania opłat zawiera tabela 7.

Tabela 7. Opłaty związane z wejściem na Alternext

Wartość kapitalizacji (w euro)	Sposób naliczania opłaty	Opłata maksymalna (w euro)
Do 10 000 000	1‰	10 000 (min. 100)
Od 10 000 001 do 100 000 000	0,45 ‰	50 500 (40 500 + 10 000)
Od 100 000 001 do 500 000 000	0,30 ‰	170 500 (120 000 + 50 500)
Od 500 000 001 do 1 000 000 000	0,225 ‰	283 000 (112 500 + 170 500)
Powyżej 1 000 000 000	0,1075 ‰	2 250 000

Źródło: Fee book: listing fees, NYSE Euronext 2009.

3. Roczne opłaty stałe: na kwotę składają się opłaty zależne od liczby wyemitowanych w danym roku kalendarzowym akcji (tabela 8), a dla podmiotów o kapitalizacji rynkowej powyżej 150 milionów euro dodatkowa opłata w wysokości 10 euro za każdy milion euro kapitalizacji powyżej 150 mln euro.

Tabela 8. Roczne opłaty na Alternext

Liczba akcji	Opłata roczna (euro)
Do 2 500 000	2 800
Od 2 500 001 do 5 000 000	3 800
Od 5 000 001 do 10 000 000	8 800
Od 10 000 001 do 50 000 000	14 200
Od 50 000 001 do 100 000 000	18 600
Powyżej 100 000 000	23 000

Źródło: Fee book: listing fees, NYSE Euronext 2009.

Podsumowanie

Rozwój rynków alternatywnych w Europie przypadł na drugą połowę pierwszej dekady XXI w., czyli okres niefortunny, jeśli chodzi o sytuację makroekonomiczną Europy i świata. Okres ten cechowała ostrożność inwestorów, obawiających się inwestycji o podwyższonym poziomie ryzyka. Brak koniunktury na rynkach giełdowych miał swoje odzwierciedlenie w pogorszeniu się wyników rynków alternatywnych mimo korzystnych uwarunkowań prawnych, o których wcześniej wspomniano.

Rynki alternatywne stały się mocno konkurencyjne wobec rynków giełdowych. Obecnie na NASDAQ notowanych jest więcej spółek niż na NYSE. Notowane są tu tak potężne podmioty, jak Micorsoft Corporation, Apple Inc., Macy's Inc., Marriot International, American Express Company Powoli zjawisko to będzie można obserwować również w Europie. AIM już wykazuje wyższą dynamikę rozwoju niż rynek podstawowy LSE, zdarzają się przejścia z rynku podstawowego na AIM.

Porównując koszty wejścia na AIM czy Alternext, można dostrzec, że polska oferta wydaje się atrakcyjna. Trudno przewidywać jednak, że spółki zagraniczne zaczną wybierać NewConnect. Przesądzają o tym argumenty niefinansowe. Efekt marketingowy AIM i Alternext jest zbyt silny. Na korzyść tych rynków działa także ich renoma, umiędzynarodowienie, dłuższy staż funkcjonowania, większe doświadczenie doradców, dostępność szerokiego kręgu prężnych inwestorów. Spółki z Europy Zachodniej, zwłaszcza strefy euro, będą raczej kierowały się przy wyborze rynku wyższą płynnością AIM czy brakiem różnic kursowych w przypadku Alternext. Jednakże w Europie Środkowej i Wschodniej zdecydowanie NewConnect może starać się kreować na lidera. Warto zauważyć, że na AIM nie jest obecnie notowana żadna spółka z regionu Europy Środkowej i Wschodniej. Na NewConnect notowane są już dwie spółki czeskie (BGS Energy Plus A.S. i Photon Energy A.S.). Koncentracja na spółkach z regionu i promocja rynku na tym obszarze może zaowocować sukcesem polskiego rynku alternatywnego w najbliższych latach.

Literatura

Biuletyn statystyczny NewConnect II półrocze 2009.
Biuletyn statystyczny NewConnect I półrocze 2009.
Biuletyn statystyczny NewConnect II półrocze 2008.
Biuletyn statystyczny NewConnect I półrocze 2008.
Biuletyn statystyczny NewConnect II półrocze 2007.
Biuletyn statystyczny rynku AIM – AIM Market Statistics, March 2010, London Stock Exchange, London Stock Exchange's Market Information & Analysis unit .
Chudzińska N., *NewConnect i AIM na jednej ścieżce rozwoju?*, „eBiuletyn NewConnect" 2009, nr 25.
Dykto M., *Alternatywny system obrotu NewConnect i jego rola w finansowaniu spółek akcyjnych*, Acta Universitatis Lodziensis, „Folia Oeconomica" 2010, nr 233.
Fees for companies and nominated advisors, AIM, April 2010, London Stock Exchange.
Fee book: listing fees, NYSE Euronext 2009.
Kachniewski M., *Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja?*, „Bank i Kredyt" 2007, nr 11–12.
Kordela D., *AIM – Europejski model alternatywnego rynku papierów wartościowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego" nr 585, „Ekonomiczne Problemy Usług" nr 50, „Strategie zarządzania mikro i małymi przedsiębiorstwami", Szczecin 2010.
NYSE Alternext. Alternext – The tailor-made market for small and mid caps, March 2000. http://www.euronext.com/fic/000/033/251/332514.pdf.
Porębski Ł., *Rynki alternatywne na świecie cz.3*, „e-biuletyn NewConnect" 2009, nr 2.
Technologie, inwestycje i handel podbijają NewConnect, „Akcjonariusz" 2010, nr 1.
Szurek A., *Przepływ spółek z NewConnect na GPW*, „Gazeta Giełdy Parkiet" z 15 lutego 2010 r.
Szurek A., Iwaniuk W., *Spółki z NewConnect chcą na główny*, „Gazeta Giełdy Parkiet" z 15 lutego 2010 r.
http://www.bankier.pl/wiadomosci/print.html?article_id=1946585.