

MAGDALENA MOSIONEK-SCHWEDA

**GIELDOWY RYNEK ALTERNATYWNY
JAKO ŹRÓDŁO POZYSKIWANIA KAPITAŁU
W WARUNKACH NIEPEWNOŚCI NA RYNKACH FINANSOWYCH**

Słowa kluczowe: alternatywny system obrotu, NewConnect, rynek kapitałowy

Keywords: alternative trading system, NewConnect, capital market

Klasyfikacja JEL: G12, G23, G32

Wprowadzenie

Negatywne konsekwencje obecnego kryzysu ekonomicznego dotknęły także rynki finansowe, przejawiając się spadkami wartości indeksów na światowych giełdach, wycofaniem przez inwestorów kapitałów z notowanych tam instrumentów oraz rezygnacją spółek z emisji walorów w obawie przed zbyt niską wyceną i nieudanym debiutem. Pomimo niekorzystnych warunków panujących na rynkach kapitałowych, Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) podjął decyzję o uruchomieniu kolejnej platformy obrotu, nazwanej NewConnect (NC). Jest to rynek giełdowy, nieregulowany, działający w formule alternatywnego systemu obrotu, przeznaczony przede wszystkim dla małych i średnich przedsiębiorstw, reprezentujących sektory nowych technologii (IT, biotechnologia, energia alternatywna). Wydaje się, że właśnie ta szczególna grupa docelowa stała się jednym z czynników rozwoju NewConnect. Chociaż NC powstał w czasie bessy, do końca 2012 roku zadebiutowało na nim 458 spółek. Z punktu widzenia przedsiębiorstw poszukujących kapitału na rozwój, rynek ten wydaje się być dobrą alternatywą w porównaniu z kredytami bankowymi czy innymi źródłami, szczególnie w warunkach kryzysu, kiedy dostęp do wielu form finansowania jest utrudniony.

NewConnect rozwija się dynamicznie i cieszy sporym zainteresowaniem emitentów, powstaje jednak problem niskich wycen spółek przez inwestorów (dwa lata po debiucie kurs akcji notowanych spółek jest średnio o 57% niższy niż na zamknięciu pierwszej sesji oraz o 41% niższy od ceny emisyjnej) oraz nasilających się krytycznych opinii dotyczących tego rynku i pogarszającej się jakości oraz wiarygodności emitentów. Celem artykułu jest analiza i ocena możliwości pozyskania przez spółki kapitału w drodze emisji akcji na NewConnect, szczególnie w aspekcie niesprzyjających warunków na rynkach kapitałowych.

NewConnect jako alternatywa dla rynku regulowanego

NewConnect powstał 30 sierpnia 2007 roku i był pierwszym rynkiem giełdowym w Polsce funkcjonującym w formule alternatywnego systemu obrotu (ASO). Działa on obok rynku regulowanego, chociaż korzysta z tego samego systemu transakcyjnego warszawskiej GPW. Platforma obrotu działająca jako ASO jest innowacyjnym rozwiązaniem na polskim rynku kapitałowym, natomiast na rynkach europejskich takie systemy były tworzone już w latach 70. ubiegłego stulecia, przy czym ich status w porządku prawnym Unii Europejskiej został uregulowany dopiero w 2004 roku na mocy Dyrektywy o rynkach instrumentów finansowych (tzw. Dyrektywa MIFID)¹. W dokumencie tym używa się terminologii: wielostronna platforma obrotu (*multilateral trading facility*, MTF) wskazując, iż jest to wielostronny system, organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, zgodnie z określonymi z góry przez operatora tego systemu zasadami, w ramach którego kojarzone są oferty nabycia i zbycia instrumentów finansowych w sposób skutkujący zawarciem transakcji².

W polskim porządku prawnym pojęcie alternatywnego systemu obrotu zdefiniowane zostało w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi jako wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych, organizowany poza rynkiem regulowanym przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany³. Platforma obrotu papierami wartościowymi działająca w formule ASO nie jest rynkiem regulowanym, co oznacza, iż nie mają do niej zastosowania niektóre krajowe oraz unijne regulacje, a jej funkcjonowanie opiera się przede wszystkim na zasadach określonych przez organizatora. W przypadku NewConnect, zbiór przepisów obowiązujących emitentów, inwestorów i uczestników rynku został zawarty w Regulaminie Alternatywnego Systemu Obrotu (wraz z siedmioma załącznikami) oraz w bieżących uchwałach Zarządu GPW SA.

W porównaniu z głównym parkietem, NC charakteryzuje się uproszczonymi procedurami wprowadzenia oraz notowania instrumentów finansowych oraz niższymi opłatami. Spółki planujące pozyskać kapitał poprzez emisję akcji na NewConnect nie muszą spełniać wymogów dotyczących minimalnego okresu prowadzenia działalności oraz kapitalizacji. Emitentem może być zarówno podmiot rozpoczynający swoją działalność, jak i spółka z wieloletnim doświadczeniem. Brak określonej minimalnej kapitalizacji otwiera NewConnect na spółki należące do sektora małych i średnich przedsiębiorstw, często nieposiadające znacznych aktywów trwałych i prowadzące działalność głównie w oparciu o wartości niematerialne i prawne. Wraz z utworzeniem NewConnect dopuszczono także możliwość sprzedaży na GPW instrumentów finansowych w drodze tzw. oferty prywatnej (skierowa-

¹ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca Dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i Dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca Dyrektywę Rady 93/22/EWG, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej 30.04.2004.

² *Ibidem*, art. 4, pkt 1, pkt 15).

³ Art. 3 pkt 2 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538, z późn. zm.

nej do maksymalnie 99 inwestorów), która jest zdecydowanie szybszą i mniej kosztowną procedurą w porównaniu z ofertą publiczną (skierowaną do nieograniczonego adresata). Ten sposób sprzedaży instrumentów finansowych nie wymaga sporządzania i zatwierdzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF) prospektu emisyjnego. Zamiast tego emitenci przygotowują znacznie prostszy dokument informacyjny, który podlega zatwierdzeniu przez wybranego przez nich Autoryzowanego Doradcę⁴. Dla spółek notowanych na NC określono również mniejsze wymogi dotyczące obowiązków informacyjnych oraz stosowania zasad dobrych praktyk. Dzięki bardziej liberalnym regulacjom, proces emisji akcji, a następnie obecność w notowaniach są zdecydowanie mniej kosztowne w porównaniu z rynkiem głównym. Również wysokość opłat pobieranych przez giełdę od emitentów jest niższa na NewConnect⁵.

Ze względu na odmienne przeznaczenie rynku głównego oraz NewConnect, a tym samym inny poziom obowiązujących regulacji, nie są to rynki porównywalne pod względem liczby debiutów, kapitalizacji czy wielkości emisji. Mniejsze wymogi stawiane emitentom na NewConnect sprzyjają kilkukrotnie większej liczbie debiutów i jednocześnie wpływają na znacznie niższe wartości pozyskiwanych kapitałów. W sumie do końca 2012 roku na NewConnect zadebiutowało 458 spółek pozyskując łącznie około 1380 mln zł. W tym samym czasie do notowań na rynku głównym zostało dopuszczonych 172 emitentów, którzy zgromadzili z nowej emisji łącznie ponad 15 960 mln zł zob. (rys. 1)⁶.

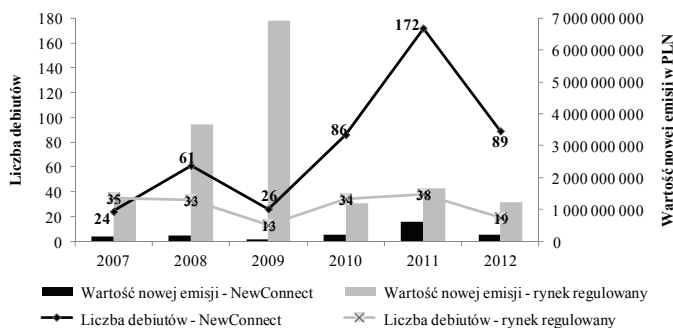
Analizując liczbę przeprowadzonych debiutów na rynku regulowanym i NC w okresie od 30 sierpnia 2007 roku do 31 grudnia 2012 roku, należy zauważyć, iż dla obu rynków najgorszy był rok 2009, przy czym w przypadku rynku głównego był to zarazem rok rekordowy pod względem wartości nowej emisji (dzięki spółce PGE SA, która w ofercie publicznej pozyskała prawie 6 mld zł)⁷. Z wyjątkiem 2007 roku, kiedy NC rozpoczął swoje działanie, w pozostałych analizowanych latach liczba debiutujących na NC spółek znacznie przewyższała liczbę debiutantów na rynku regulowanym – swój dotychczasowy rekord popularności osiągnął NC w 2011 roku, kiedy do notowań weszło aż 172 emitentów, podczas gdy do rynku regulowanego dołączyło zaledwie 38 spółek (rysunek1). Wartości nowych emisji przeprowadzanych na NC były jednak zdecydowanie mniejsze niż na rynku regulowanym.

⁴ Status Autoryzowanego Doradcy nadaje GPW SA. Wymogi, jakie musi spełnić podmiot ubiegający się o przyznanie tego statusu oraz zadania doradców reguluje Załącznik nr 5 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu Autoryzowany Doradca w alternatywnym systemie obrotu. Lista doradców jest dostępna na stronie www.newconnect.pl.

⁵ M. Mosionek-Schweda: *Wykorzystanie alternatywnych systemów obrotu jako źródła finansowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] *Spin off, spin out jako instrument budowania przedsiębiorczości akademickiej oraz stymulowania innowacyjności regionu*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne Oddział w Toruniu, Toruń 2011, s. 182.

⁶ W celu zachowania tego samego okresu analizy, dane dla rynku głównego w 2007 r. zostały także podane od 30 sierpnia 2007 r. W całym 2007 r. zadebiutowało na tym parkiecie 81 spółek, a łączna wartość nowej emisji wyniosła 15 390 381 969,00 zł.

⁷ Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, *Rocznik Giełdowy 2010*, s. 17.



Rysunek 1. Liczba debiutów oraz wartość pozyskanego kapitału (w zł) na rynku regulowanym oraz NewConnect w okresie 30.08.2007–31.12.2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z portali: www.newconnect.pl oraz www.gpw.pl.

NewConnect powstał z myślą o małych i średnich przedsiębiorstwach, by zgodnie z założeniami organizatora, być alternatywnym źródłem pozyskiwania kapitału dla tych podmiotów. Ma również być miejscem, gdzie emitenci zdobędą doświadczenie i wiedzę dotyczącą bycia spółką publiczną i wypełniania obowiązków z tym związanych, a także rozwiną swoją działalność w takim zakresie, by móc sprostać wymogom rynku głównego. NewConnect ma zatem być przystankiem w drodze spółki na rynek regulowany. Zarząd GPW dopuścił bowiem możliwość transferu spółek pomiędzy rynkami⁸. Do końca 2012 roku 18 emitentów przeniosło swoje walory z NewConnect do notowań na rynku głównym, z czego najwięcej transferów (8) miało miejsce w 2010 roku. Panuje dość powszechne przekonanie, iż przejście spółki do notowań na rynku głównym wiąże się z licznymi korzyściami, w tym przede wszystkim ze wzrostem kursu akcji czy większą płynnością. Wynika to ze specyfiki rynku regulowanego, który postrzegany jest przez inwestorów jako mniej ryzykowany niż ASO, a przez to jest bardziej płynny. W praktyce okazuje się jednak, iż nie dla wszystkich spółek transfer na rynek główny był sukcesem. W gronie wspomnianych 18 emitentów, jedynie czterech przeprowadziło nową emisję akcji w związku ze zmianą rynku notowań. Rekordzistą okazała się spółka Tegas SA, która pozyskała w ten sposób 58 mln zł. Natomiast z punktu widzenia zmiany kursu w pierwszym dniu notowań, najlepszy wynik osiągnęła spółka Centrum Klima SA, której kurs na zamknięciu było o prawie 55% wyższy niż kurs zamknięcia z ostatniego dnia notowań na NewConnect. Pozytywny rezultat w tym zakresie osiągnęły jeszcze tylko cztery inne spółki. Pozostali emitenci zakończyli dzień debiutu ze stratą. W efekcie transferu między rynkami poprawie

⁸ Więcej informacji na ten temat w: M. Mosionek-Schweda: *Droga na GPW poprzez alternatywny system obrotu*, [w:] *Młodzi polscy naukowcy wobec wyzwań współczesnego rynku*, Problemy Zarządzania Finansów i Marketingu nr 19, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 666, Szczecin 2011, s. 215–226.

ulega natomiast obrót walorami emitentów, jednakże w większości przypadków zjawisko to ma charakter krótkotrwały⁹. Chociaż przedstawiciele większości spółek deklarują w dniu debiutu na NewConnect, iż rynek ten jest dla nich jedynie etapem w drodze na główny parkiet, to rzeczywistość szybko weryfikuje te deklaracje, w efekcie czego NC staje się jednak parkietem docelowym, co w niektórych przypadkach może okazać się lepsze dla spółki niż przenosiny na rynek regulowany.

Mimo krótkiego okresu funkcjonowania NewConnect, na rynku tym odnotowano już bankructwa notowanych spółek. Pierwszym emitentem, który z tego powodu został usunięty z notowań, była spółka Perfect Line SA – zdarzenie to miało miejsce 2 grudnia 2009 roku¹⁰. Do końca 2012 roku z notowań wykluczono dziewięć kolejnych spółek, wobec których ogłoszono upadłość. W przypadku kilkunastu spółek Zarząd GPW podjął, celem ochrony inwestorów i zapewnienia prawidłowego funkcjonowania NC, decyzję o zawieszeniu obrotu ich akcjami. Narastające problemy z płynnością NC, bankructwa spółek oraz coraz częstsze opinie krytyczne względem tego rynku, zmusiły Zarząd GPW do wprowadzenia zmian w zasadach jego funkcjonowania. W 2012 roku zaostrzono przepisy obowiązujące emitentów. Wśród zmian wprowadzonych od 1 lipca znajdują się kary finansowe do wysokości 20 tys. zł dla nierzetelnych emitentów oraz obowiązek sporządzenia tzw. raportu o stanie emitenta dla spółek, które mają problemy finansowe bądź zmieniają zakres prowadzonej działalności. Zwiększone zostały również obowiązki informacyjne oraz doprecyzowano wymagania odnośnie zawartości dokumentów informacyjnych spółek. W celu ochrony interesów inwestorów i zwiększenia transparentności rynku oraz rzetelności emitentów, Zarząd GPW wprowadził dwa nowe segmenty dla spółek, których instrumenty finansowe wykazują się wysokim ryzykiem inwestycyjnym: *NewConnect High Liquidity Risk* oraz *NewConnect Super High Liquidity Risk*¹¹. W wyniku pierwszego przydziału do segmentu HLR trafiło aż 108 spółek, a do SHLR 15 emitentów, co stanowiło wówczas ponad 25% wszystkich notowanych na NewConnect spółek. W efekcie wprowadzonych zmian niemal każdego dnia w aktualnościach NewConnect pojawiają się komunikaty Zarządu GPW o karach nałożonych na emitentów za nierzetelne wypełnianie obowiązków informacyjnych. Zarząd GPW planuje jednak dalsze zaostrzenie przepisów. Na początku 2013 roku władze giełdy poinformowały o kolejnych zmianach w Regulaminie ASO, dotyczących przede wszystkim spółek planujących debiut. Począwszy od 1 marca 2013 roku, co najmniej 15% akcji spółki, która chce wejść na NewConnect po raz pierwszy, będzie musiało znajdować się w posiadaniu co najmniej dziesięciu akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadze-

⁹ *Przewodnik na 5-lecie NewConnect*, NewConnect.info, s. 47–48, www.newconnect.info (5.01.2013).

¹⁰ Uchwała Nr 663/2009 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 25 listopada 2009 roku, Archiwum Informacji, www.newconnect.pl (5.01.2013).

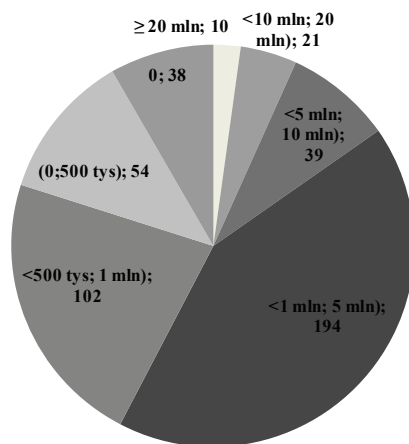
¹¹ Więcej na ten temat: I. Sudak: *Gielda bierze się za patologie na rynku NewConnect*, <http://wyborcza.biz/Gieldy/2029020,114507,12033632.html>; E. Chronowska: *Nowe segmenty na NewConnect*, www.ncbiuletyn.pl/czytaj/1306_nowe_segmeny_na_newconnect.html; M. Masłowski, *Porządki na NewConnect – nareszcie!*, www.ncbiuletyn.pl/czytaj/1262_porzadki_na_newconnect_nareszcie.html.

niu. Wydłużono również czas obowiązkowej współpracy spółek z Autoryzowanym Doradcą z jednego roku do trzech lat (z możliwością skrócenia do 12 miesięcy). Ponadto, zwiększono, wprowadzone niespełna rok wcześniej, kary pieniężne za nieprzestrzeganie Regulaminu z 20 tys. do 50 tys. zł¹².

Pomimo wdrażanych zmian, NewConnect nadal pozostaje bardziej dostępny dla emitentów niż rynek regulowany. Musi jednak upłynąć trochę czasu, by możliwa była ocena, czy i jak zaostrenie przepisów wpłynie na rozwój NewConnect, tj. na liczbę debiutów, wartość pozyskiwanych kapitałów, ale również na liczbę bankrutujących spółek.

NewConnect jak źródło pozyskiwania kapitału

Rynek NewConnect rozpoczął swoje działanie od kilku udanych debiutów, które pod względem wartości przekraczały debiuty na rynku głównym, np.: w listopadzie 2007 roku zadebiutowała spółka LUG SA, pozyskując ponad 20,6 mln zł, a jeden z pierwszych debiutantów – WDM SA uplasował emisję wartą 16 mln zł. Łącznie, do końca 2007 roku 24 emitentów pozyskało ponad 145 mln zł i jest to dotychczas najlepszy rok z punktu widzenia średniej wartości kapitału pozyskanego z nowej emisji. W okresie od 30 sierpnia 2007 do końca grudnia 2012 roku średnia wartość zebranych funduszy wyniosła około 3 mln zł, przy czym 75% przeprowadzonych emisji nie przekroczyło 5 mln zł (rys. 2). Ponadto, 38 spółek zadebiutowało na NewConnect bez przeprowadzenia emisji.



Rysunek 2. Liczba spółek oraz wartość pozyskanego kapitału na NewConnect w okresie 30.08.2007–31.12.2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z portalu: www.newconnect.pl.

¹² Uchwała nr 175/2013 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 13 lutego 2013 r. w sprawie zmiany Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu, Archiwum Informacji, www.newconnect.pl (15.02.2013).

Pomimo udanych debiutów w 2007 roku, największe dotychczas emisje miały miejsce w 2011 roku (tab. 1). Zdecydowanym rekordzistą była debiutująca 29 grudnia 2011 roku spółka DTP SA, która pozyskała 67,5 mln zł. W czołówce znalazły się także: Biomed-Lublin Wytwórnia Surowic i Szczepionek SA (debiut 29 lipca 2011 r., 35,5 mln zł) oraz Budus SA (debiut 24 czerwca 2011 r., 28,8 mln zł). Emisję przekraczającą 20 mln zł przeprowadziło dotychczas jedynie 10 emitentów. Warto zauważyć, iż wszystkie przedstawione w tabeli 1 debiuty poprzedzone zostały ofertą prywatną akcji (skierowaną do maksymalnie 99 inwestorów).

Tabela 1

Największe debiuty na NewConnect w okresie 30.08.2007–31.12.2012

| Nazwa | Data debiutu | Cena emisyjna | Wartość oferty – nowe akcje | Cena na zamknięcie w dniu debiutu | Rodzaj oferty |
|-----------------------|--------------|---------------|-----------------------------|-----------------------------------|---------------|
| DTP SA | 29.12.2011 | 2,33 | 67 570 000,00 | 4,15 | prywatna |
| Orphee SA | 03.12.2012 | 8,90 | 58 740 000,00 | 9,78 | prywatna |
| BIOMED-LUBLIN SA | 29.07.2011 | 4,60 | 35 560 401,00 | 4,80 | prywatna |
| Budus SA | 24.06.2011 | 27,50 | 28 875 000,00 | 30,90 | prywatna |
| MO-BRUK SA | 29.06.2010 | 73,03 | 25 999 994,54 | 83,00 | prywatna |
| Scanmed Multimedis SA | 16.08.2011 | 4,80 | 25 740 000,00 | 4,20 | prywatna |
| GC Investment SA | 31.03.2011 | 2,90 | 23 173 793,60 | 2,92 | prywatna |
| Mabion SA | 10.08.2010 | 12,00 | 22 800 000,00 | 13,48 | prywatna |
| LUG SA | 20.11.2007 | 2,30 | 20 682 934,00 | 2,35 | prywatna |
| ASTORIA CAPITAL SA | 16.11.2010 | 0,50 | 20 640 433,10 | 0,33 | prywatna |

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

Na NewConnect dominują jednak emisje o wartości poniżej 5 mln zł (rys. 2). W tabeli 2 przedstawiono dane dotyczące emisji przeprowadzonych od momentu powstania NewConnect do końca 2012 roku, nieprzekraczających 200 tys. zł. Najmniej funduszy ze sprzedaży nowych akcji zebrała dotychczas spółka Hurtimex SA, debiutująca 4 listopada 2008 roku. Przeprowadzonej emisji zdecydowanie nie można zaliczyć do udanych – spółka planowała pozyskać około 3,5–5 mln zł, ostatecznie trzech inwestorów objęło akcje o wartości 10 535 zł, podczas gdy szacunkowe koszty emisji wyniosły około 360 000 zł¹³. Co ciekawe, sprzedaż akcji odbywała się w drodze oferty publicznej.

Oferta publiczna nie zakończyła się również sukcesem dla dwóch innych emitentów. Spółka Domex-Bud Development SA (debiut w październiku 2008 r.) zaoferowała do sprzedaży 1 700 000 akcji, jednakże inwestorzy nabyli jedynie 52 537 akcji (nieco ponad 3% całej oferty) po cenie 2,00 zł, co przyniosło łączne wpływy w wysokości 105 074 zł. Pomimo publicznego charakteru oferty, akcje nabyło jedynie 28 inwestorów. Tak niskie zainteresowanie

¹³ N. Hamernik, *New Connect Debiut Hurtimex SA*, www.ipo.pl/new_connect/newconnect/debiut_hur-timex_s.a._592557.html (5.01.2013).

sowanie ofertą mogło być spowodowane niekorzystną sytuacją w branży deweloperskiej oraz niesprzyjającymi warunkami na rynkach kapitałowych, gdzie dostrzegalny był już początek kryzysu finansowego. Co więcej, całkowity koszt wprowadzenia akcji do obrotu wyniósł prawie 289 tys. zł, zatem znacznie powyżej wartości pozyskanych środków¹⁴.

Tabela 2

Debiuty o wartości do 200 000 zł przeprowadzone na NewConnect
w okresie 30.08.2007–31.12.2012

| Nazwa | Data debiutu | Cena emisyjna | Wartość oferty – nowe akcje | Cena na zamknięcie w dniu debiutu | Rodzaj oferty |
|----------------------------|--------------|---------------|-----------------------------|-----------------------------------|---------------|
| Hurtimex SA | 04.11.2008 | 0,70 | 10 535,00 | 3,15 | publiczna |
| Mode SA | 16.03.2012 | 1,02 | 64 482,36 | 1,05 | prywatna |
| Laser Med. SA | 29.08.2012 | 1,15 | 71 300,00 | 1,30 | prywatna |
| Biogened SA | 31.08.2011 | 39,42 | 104 660,10 | 40,00 | prywatna |
| DOMEX-BUD Development SA | 09.10.2008 | 2,00 | 105 074,00 | 3,04 | publiczna |
| MM Conferences SA | 10.10.2011 | 7,40 | 129 996,00 | 8,88 | prywatna |
| Motoricus SA | 26.01.2010 | 0,70 | 140 000,00 | 2,16 | prywatna |
| Termoexpert SA | 21.12.2012 | 4,70 | 152 007,04 | 4,00 | prywatna |
| Hefal Serwis SA | 27.09.2009 | 28,00 | 161 532,00 | 55,00 | publiczna |
| Revitum SA | 05.09.2012 | 3,00 | 198 000,00 | 2,20 | prywatna |
| Tonsil Acoustic Company SA | 14.12.2010 | 0,20 | 200 000,00 | 0,29 | prywatna |

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

Na sprzedaż akcji w drodze oferty publicznej zdecydowała się również spółka Hefal Serwis SA. Wybór tej drogi sprzedaży akcji wynikał z faktu, iż w 2008 roku emitent przygotował i przedłożył KNF prospekt emisyjny, ponieważ pierwotnie planowano debiut na rynku regulowanym. Założono, że ze sprzedaży 353 tys. akcji spółka pozyska prawie 15 mln zł¹⁵. Inwestorzy nie wykazali jednak dużego zainteresowania ofertą i ostatecznie emitent nie uzyskał zgody GPW na wprowadzenie akcji do obrotu. W 2009 roku władze spółki podjęły decyzję o ponowieniu oferty i wejściu tym razem do obrotu na NewConnect. Wrześniowa oferta nie zakończyła się jednak sukcesem. Z puli 353 tys. akcji 45 inwestorów objęło jedynie 5769 sztuk, co przy cenie emisyjnej ustalonej w wysokości 28 zł oznaczało, że spółka pozyskała z emisji zaledwie 161 532 zł¹⁶. Opisanie trzy przypadki dowodzą, iż korzyści wynikające z zastosowania oferty publicznej (możliwość kierowania oferty do nieograniczonego adresata,

¹⁴ *Domex-Bud Development SA – Debiut spółki na rynku NewConnect*, <http://gpwmedia.pl/entries/518> (5.01.2013).

¹⁵ *Hefal Serwis idzie na GPW po 15 mln zł*, www.money.pl/gielda/wiadomosci/arttykul/hefal;serwis;idzie;na;gpw;po;15;mln;z;l,189,0,334525.html (5.01.2013).

¹⁶ *Debiut Hefal Serwis na NewConnect*, www.finance.egospodarka.pl/43874,Debiut-Hefal-Serwis-na-NewConnect,1,48,1.html (5.01.2013).

korzystania z mediów, większego bezpieczeństwa inwestorów dzięki sporządzeniu i zatwierdzeniu przez KNF prospektu) nie zawsze skutkują udaną emisją.

Jedną z głównych barier rozwoju NewConnect jest brak zainteresowania inwestorów lokowaniem na tym rynku. Z przeprowadzonych corocznie przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych badań wynika, iż około 75–80% ankietowanych inwestorów nie lokuje środków na NewConnect. Głównym powodem braku zainteresowania ofertą NC nie jest, jak można by się było spodziewać, niska płynność czy duże ryzyko inwestycji, lecz słaba znajomość tego rynku. Co ciekawe, w 2011 roku, po ponad 4 latach działania rynku, ten powód wskazało aż 59,5% ankietowanych. Inwestorzy podkreślają niewystarczającą ilość szkoleń oraz dostępnych analiz dotyczących NewConnect¹⁷. Warto zauważyć, iż ryzyko związane z inwestycjami na tym rynku zostało wskazane jako trzeci w kolejności powód unikania NC – w 2011 roku czynnik ten wskazało 26% ankietowanych, podczas gdy rok wcześniej niespełna 21%. Pogarsza się również ogólna ocena funkcjonowania NewConnect. W 2011 roku ocenę bardzo dobrą wskazało 2,6% respondentów (rok wcześniej 3,6%), ocenę dobrą 15,9% (w 2010 r. 18%), natomiast ponad połowa respondentów nie miała zdania na ten temat (56,4%, w porównaniu do 51,8% w 2010 r. i 46,1% w 2009 r.)¹⁸.

Podsumowanie

Przeprowadzone powyżej analizy liczby debiutów oraz wartości przeprowadzonych emisji potwierdzają, iż NewConnect stał się, dzięki mniej restrykcyjnym regulacjom wobec emitentów, alternatywnym źródłem pozyskiwania kapitału, niezbędnego szczególnie małym i średnim przedsiębiorstwom, zwłaszcza w początkowej fazie działania. Jednakże, mniejszy reżim regulacyjny NC ułatwia dostęp do rynku giełdowego również spółkom, które z powodzeniem mogłyby zadebiutować na głównym parkiecie GPW. Z wielu jednak przyczyn (mniejsze koszty debiutu i uczestnictwa, mniejsze obowiązki informacyjne) decydują się na dołączenie do notowań na NewConnect. Okazuje się bowiem, że na NewConnect można z powodzeniem przeprowadzić emisję akcji większą niż na rynku regulowanym, wykorzystując w tym celu sprzedaż w drodze znacznie prostszej do przeprowadzenia i mniej kosztownej oferty prywatnej, która nie jest możliwa na rynku głównym. Przedstawione w niniejszym opracowaniu dane potwierdzają, iż nawet pomimo kryzysu finansowego, panującej na rynkach finansowych bessy oraz nienajlepszych nastrojów inwestorów, emitenci na NewConnect mają możliwość przeprowadzenia emisji godnych głównego parkietu GPW.

¹⁷ Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów – OBI 2011*, s. 33–34, www.sii.org.pl (5.01.2013).

¹⁸ *Ibidem*, s. 34–35.

Literatura

- Chronowska E.: *Nowe segmenty na NewConnect*, www.ncbiuletyn.pl/czytaj/1306_nowe_segmen_ty_na_newconnect.html.
- Debiut Hefal Serwis na NewConnect*, www.finance.egospodarka.pl/43874,Debiut-Hefal-Serwis-na-NewConnect,1,48,1.html.
- Domex-Bud Development SA – Debiut spółki na rynku NewConnect*, <http://gpwmedia.pl/entries/518>.
- Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca Dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i Dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca Dyrektywę Rady 93/22/EWG, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej 30.04.2004.
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, *Rocznik Giełdowy 2010*, Warszawa 2010.
- Hamernik N.: *New Connect Debiut Hurtimex SA*, www.ipo.pl/new_connect/newconnect/debiut_hur-timex_s.a._592557.html.
- Hefal Serwis idzie na GPW po 15 mln zł*, www.money.pl/gielda/wiadomosci/arttykul/hefal;serwis;idzie;na;gpw;po;15;mln;zł,189,0,334525.html.
- Masłowski M.: *Porządki na NewConnect – nareszcie!*, www.ncbiuletyn.pl/czytaj/1262_porzadki_na_newconnect_nareszcie.html.
- Mosionek-Schweda M.: *Wykorzystanie alternatywnych systemów obrotu jako źródła finansowania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] *Spin off, spin out jako instrument budowania przedsiębiorczości akademickiej oraz stymulowania innowacyjności regionu*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne Oddział w Toruniu, Toruń 2011.
- Mosionek-Schweda M.: *Droga na GPW poprzez alternatywny system obrotu*, [w:] *Młodzi polscy naukowcy wobec wyzwań współczesnego rynku*, Problemy Zarządzania Finansów i Marketingu nr 19, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 666, Szczecin 2011.
- Przewodnik na 5-lecie NewConnect*, NewConnect.info, www.newconnect.info.
- Sudak I.: *Giełda bierze się za patologie na rynku NewConnect*, <http://wyborcza.biz/Gieldy/2029020,114507,12033632.html>.
- Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, *Ogólnopolskie Badanie Inwestorów – OBI 2011*, www.sii.org.pl.
- Uchwała nr 663/2009 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 25 listopada 2009 r.
- Uchwała nr 175/2013 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 13 lutego 2013 r. w sprawie zmiany Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538, z późn. zm.

*dr Magdalena Mosionek-Schweda
Wyższa Szkoła Bankowa w Toruniu
Katedra Finansów i Bankowości*

Streszczenie

W artykule przedstawiono zagadnienia dotyczące możliwości pozyskiwania kapitału przez spółki w drodze emisji i sprzedaży akcji na *NewConnect*. Rynek ten powstał w 2007 roku i działa jako alternatywny system obrotu, charakteryzując się mniej rygorystycznymi wymogami wobec emitentów i notowanych spółek niż główny parkiet warszawskiej giełdy. Celem artykułu jest analiza i ocena możliwości pozyskania przez przedsiębiorstwa funduszy w drodze emisji walorów na *NewConnect*, szczególnie w aspekcie niesprzyjających obecnie warunków na rynkach kapitałowych.

ALTERNATIVE TRADING SYSTEM AS A SOURCE OF RAISING CAPITAL UNDER UNCERTAINTY CONDITIONS ON FINANCIAL MARKETS

Summary

The paper presents issues concerning companies' possibility to raise capital through the issuance and sale of shares on the *NewConnect* market. This market was established in 2007 and operates as an alternative trading system characterized by less stringent requirements towards issuers and listed companies than the main floor of the Warsaw Stock Exchange. The purpose of this article is to analyze and evaluate companies' ability to obtain funds through the issue of shares on the *NewConnect* market, especially in the context of unfavorable conditions occurring nowadays on capital markets.

