

Marek Pauka

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

ALTERNATYWNY SYSTEM OBROTU W POLSCE – PIERWSZE MIESIĄCE FUNKCJONOWANIA

30 sierpnia 2007 r. ruszył pod marką New Connect nowy rynek giełdowy zorganizowany i prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie [Stec 2007]. Kapitał na nim pozyskiwany ma być przeznaczony na finansowanie rozwoju młodych przedsiębiorstw o wysokim potencjale wzrostu. Dla potencjalnych inwestorów akceptujących podwyższone ryzyko atrakcją mają być możliwe do osiągnięcia ponadprzeciętne stopy zwrotu. Celem artykułu jest analiza pierwszych emisji na New Connect pod kątem atrakcyjności dla emitentów i inwestorów.

Nowy rynek ma status rynku zorganizowanego, lecz prowadzony jest przez GPW poza rynkiem regulowanym w formule alternatywnego systemu obrotu, co umożliwia złagodzenie pewnych wymogów wobec spółek chcących pozyskać kapitał. Pomysł na alternatywny system obrotu (ASO) nie jest nowy. Takie platformy obrotu mają już najważniejsze rynki giełdowe na świecie, w tym giełda londyńska LSE (rynek AIM), giełda skandynawska OMX (First North). Podobne projekty są rozwijane także m.in. w Niemczech, Austrii, Rosji. Przykładem takiego rynku jest również amerykański NASDAQ.

W czasach globalnych rynków finansowych przyciąganie przedsiębiorstw o dużym potencjale rozwoju zaczyna się już w początkowych fazach ich rozwoju. Giełdy, rywalizując o najlepsze spółki, zachęcają je do pozyskiwania kapitału przez platformy alternatywne, licząc na to, iż w przyszłości spółki te przejdą na rynki regulowane, mając już wówczas doświadczenie w spełnianiu wymogów formalnych, organizacyjnych i wynikających z zasad ładu korporacyjnego. Jednocześnie wokół takich platform tworzone są grupy autoryzowanych doradców wyszukujące spółki prywatne, przygotowujące je do pozyskania kapitału z rynku publicznego lub organizujące emisje skierowane do 99 inwestorów. Jest to atutem ASO i nowością na polskim rynku. Przygotowanie do tzw. *private placement* może trwać nawet 2-3 miesiące, a od strony formalnej wymagane jest przygotowanie prostego dokumentu informacyjnego zatwierdzanego przez autoryzowanego doradcę. Jeśli spółki decydują na pozyskanie kapitału przez ofertę publiczną, dokumenty informacyjne o spółce zatwierdza Komisja Nadzoru Finansowego. Jeśli oferty

nie przekraczają 2,5 mln euro, przygotowywane jest z reguły memorandum informacyjne. Jednak w tym przypadku okres przygotowywania trwa od 6 do 9 miesięcy.

Korzyścią dla spółek notowanych na platformie New Connect są ograniczone wymogi informacyjne (w szczególności dotyczące raportów okresowych i badania sprawozdań półrocznych przez audytora). Jednak obowiązkiem wiążącym się z dodatkowymi kosztami jest konieczność wynajęcia autoryzowanego doradcy, który przez okres co najmniej 1 roku od dnia pierwszego notowania współdziała z emitentem w zakresie wypełniania przez emitenta obowiązków informacyjnych oraz prowadzi doradztwo na rzecz emitenta w zakresie dotyczącym funkcjonowania instrumentów finansowych emitenta w alternatywnym systemie. Ta współpraca ma na celu zwiększenie sprawności zarządzania spółką i poprawę skuteczności wykorzystania środków z emisji. Dla niewielkich spółek ten wydatek może wydawać się dużym obciążeniem, jednak koszty działania autoryzowanego doradcy spółka może zrefinansować z odpowiednich unijnych funduszy pomocowych.

Zainteresowanie rynkiem alternatywnym na świecie zwiększa się z roku na rok, czemu sprzyjają rozwój gospodarczy i potencjalne możliwości wykorzystania nowych technologii (relatywnie niskie koszty dotarcia z ofertą do klientów). Przez pierwsze półtora miesiąca na nowym rynku zadebiutowało 12 podmiotów. Tylko jeden wykorzystał do tego celu ścieżkę publiczną i w ramach publicznej oferty pozyskał kapitał, przygotowując prospekt emisyjny na podstawie Rozporządzenia Komisji WE 809/2004 i Rozporządzenia z dnia 26 października 2005 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne. Pozostałe podmioty przeprowadziły subskrypcje prywatne, pozyskując kapitał poza rynkiem regulowanym oraz przygotowując dokument informacyjny na podstawie załącznika nr 1 do regulaminu alternatywnego systemu obrotu.

W tabeli 1 zostały zestawione najważniejsze parametry emisji dla pierwszych spółek z New Connect. Na uwagę zasługują informacje o pozyskanym kapitale oraz kosztach emisji. Spółki pozyskiwały od ok. 3 do ok. 16 mln zł. Przykładowo emisje spółek publicznych w roku 2007 o najniższej wartości wyniosły w przypadku B3System 4,68 mln zł (wartość całej oferty – 6,56 mln zł), Pani Teresa Medica – 7,7 mln zł oraz Quantum Software – 10,9 mln zł. Ponad 90% spółek pozyskiwało kapitał przekraczający 20 mln zł [Debiuty... 2007].

W przypadku kosztów emisji na podstawie pierwszych informacji bieżących pochodzących ze spółek najtańszą emisję przeprowadził Wrocławski Dom Maklerski (94 tys. zł), najdroższą, jak do tej pory – MW Trade (836 tys. zł). W porównaniu z pozyskanym kapitałem nakłady wyniosły od 0,6 do 10,5%.

Dla porównania, bazując na raporcie przygotowanym przez portal IPO.pl [Papst 2007], koszty emisji w przypadku spółek giełdowych dla emisji do 50 mln kształtowały się na poziomie ok. 6,67%. Jednak nawet procentowo najtańsza emisja (GF Premium – 1,77% pozyskanego kapitału) przy 56 mln zł nowej emisji poniosła ok. 1 mln zł kosztów związanych z emisją. Przeprowadzane emisje na alternatywnym rynku można zatem uznać za względnie tanie. Należy jednak pamiętać, iż większość przeprowadzanych

emisji miała charakter prywatny i była skierowana do wskazanych inwestorów, których liczba nie przekraczała 99. Plasowanie prywatne pozwala tu na generowanie oszczędności. Jednak nie należy zapominać, iż przez co najmniej rok spółki będą nadal ponosić koszty związane z konsultingiem świadczonym przez autoryzowanych doradców.

Tabela 1. Pierwsze spółki notowane na New Connect (od 30 sierpnia 2007 r. do 19 października 2007 r.)

Nazwa spółki – branża	Rodzaj dokumentu informacyjnego	Wartość pozyskanego kapitału (w mln zł)	Liczba inwestorów na rynku pierwotnym	Koszty emisji* (% pozyskanego kapitału)	Emisja prywatna/publiczna
AUXILIUM – usługi finansowe	prospekt	3,5	62 instytucji 184 prywatne (74,5% redukcja)	219,1 tys. zł (6,26%)	publiczna
Adv.pl – usługi marketingowe	dokument informacyjny	6,6	23 inwestorów	693,0 tys. zł (10,5%)	subskrypcja prywatna
S4E – branża IT	dokument informacyjny	3,3	32 inwestorów	ok. 121 tys. zł (3,68%)	subskrypcja prywatna
WDM – usługi finansowe	dokument informacyjny	16,0	63 inwestorów	blisko 94 tys. zł (0,6%)	subskrypcja prywatna
Digital Avenue – GK spółek internetowych	dokument informacyjny	5,8	46 inwestorów	178 tys. zł (3,1%)	subskrypcja prywatna
Mera Schody – producent schodów	dokument informacyjny	13,7	43 inwestorów	596,5 tys. zł (4,4%)	subskrypcja prywatna
MW TRADE – usługi finansowe	dokument informacyjny	16,3	74 inwestorów	836 tys. zł (5,1%)	subskrypcja prywatna
Infosystem – branża IT	dokument informacyjny	3,2	**	**	subskrypcja prywatna
Stark Development – deweloper	dokument informacyjny	10,3	56 inwestorów	698 tys. zł (6,8%)	subskrypcja prywatna
Innvest Connect – usługi finansowe	dokument informacyjny	11,2	**	**	subskrypcja prywatna

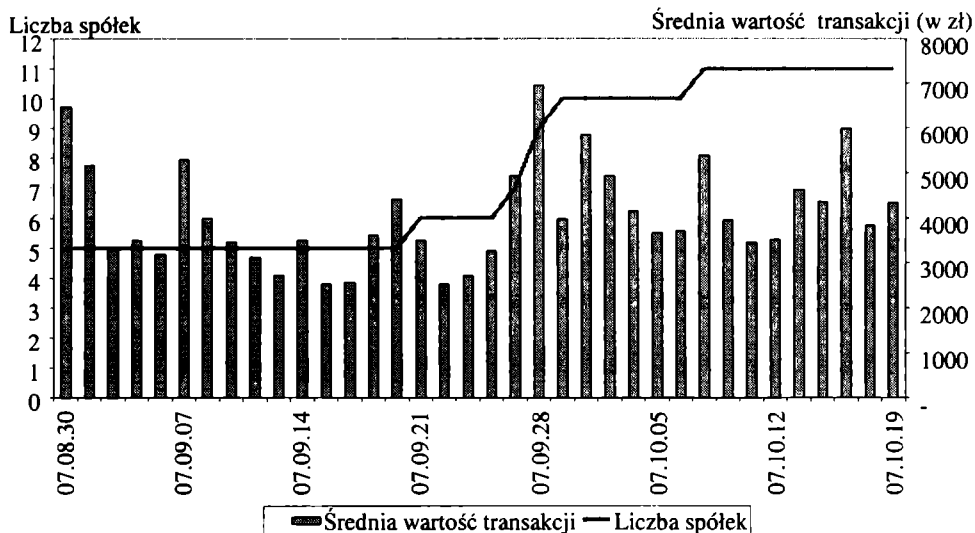
* Podane przez spółki koszty należy traktować jako wstępne.

** Spółka nie podała komunikatu o przyznaniu akcji do dnia zakończenia pracy nad artykułem.

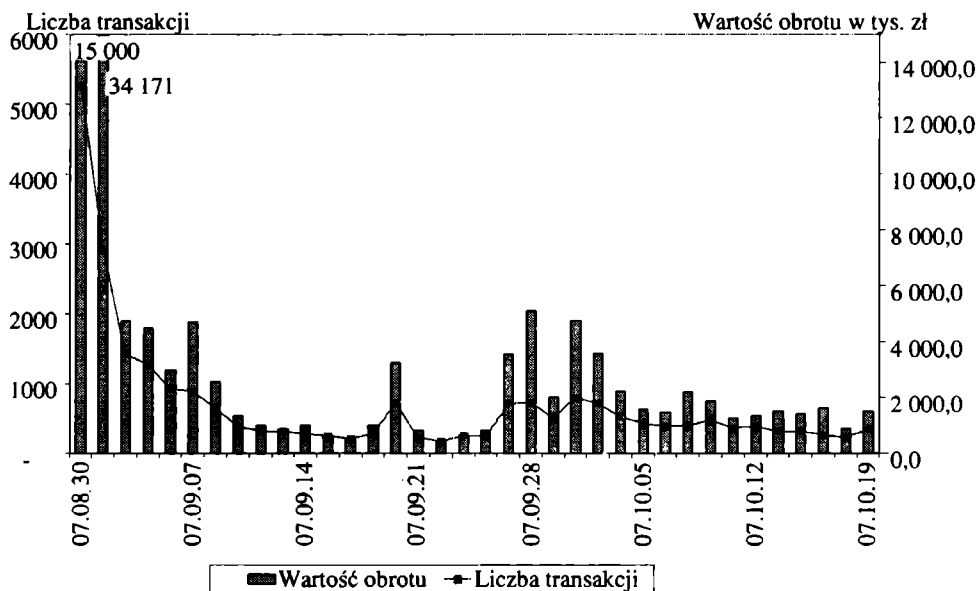
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i dokumentów informacyjnych spółek.

Analizując atrakcyjność rynku New Connect dla inwestorów, trzeba stwierdzić, iż największym mankamentem tego rynku, wskazywanym przez ekspertów zarówno przed jego uruchomieniem, jak i już po otwarciu, jest niska płynność. Mimo względnie krótkiego okresu wziętego do analizy, wnioski potwierdzają obawy. Na rys. 1 przedstawiono zestawienie liczby spółek notowanych na New Connect oraz średnich wartości transakcji w poszczególnych dniach. Wzrost liczby spółek nie ma bezpośredniego wpływu na wartość transakcji, wpływa zaś na zwiększenie wiarygodności danych. Średnia wartość jednej transakcji wahała się na poziomie ok. 4 tys. zł¹.

¹ Dla porównania według publikowanych przez giełdę statystyk wartość jednej transakcji przekracza od połowy lat 90. milion złotych [<http://www.gpw...> 2007].



Rys. 1. Średnia wartość transakcji oraz liczba spółek na New Connect (od 30.08.2007 do 19.10.2007)
Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk dostępnych na stronie ASO.



Rys. 2. Wartość obrotu i liczba transakcji na New Connect (od 30.08.2007 do 19.10.2007)
Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk dostępnych na stronie ASO.

Analizując z kolei wartość obrotu i liczbę transakcji na New Connect, zauważymy, że wyraźnie rysuje się trend malejący (por. rys. 2). Po początkowym okresie

(2 dni) związanym z ustabilizowaniem się akcjonariatu, z euforią związaną z otwarciem nowego rynku wartość dziennego obrotu rzadko przekracza 2 mln zł, a liczba transakcji praktycznie nie pokonuje bariery 1000, nawet pomimo dwukrotnego wzrostu liczby spółek notowanych na platformie.

Można stwierdzić, iż rynek może być atrakcyjną alternatywą dla drobnych inwestorów indywidualnych, jeśli chcą aktywnie w nim uczestniczyć. Natomiast dla inwestorów większych korzyścią będzie możliwość inwestowania na rynku pierwotnym w spółki o bardzo dużym potencjale wzrostu. Korzyścią będzie dla nich również możliwość bieżącej wyceny tych podmiotów. Jednak dopóki spółki będą notowane w tym systemie i nadal *free float* będzie niewielki, dopóty wyjście z inwestycji następować będzie musiało w sposób tradycyjny, poza rynkiem.

Dla samych podmiotów notowanych poza rynkiem regulowanym wśród zalet bycia spółką z New Connect można wymienić:

- większą możliwość rozproszenia akcjonariatu,
- zwiększenie możliwości kapitałowych przez pozyskiwanie kapitału w kolejnych emisjach,
- krótki czas przygotowania dokumentacji związanej z pozyskaniem kapitału,
- możliwość poznawania obowiązków spółki giełdowej i wymogów ładu korporacyjnego w relatywnie „cieplarnianych warunkach”, pod nadzorem i przy wsparciu autoryzowanych doradców,
- zwiększenie rozpoznawalności spółki w oczach inwestorów.

Atrakcyjna wydaje się również możliwość pozyskania funduszy unijnych na pokrycie kosztów emisji.

Dla spółek szybko rozwijających się konieczność przyspieszonego uporządkowania spółki w obszarach przepływu informacji, zakresów kompetencji itp., co często jest traktowane jako uciążliwy obowiązek do stania się spółką publiczną, należy uznać raczej za zaletę niż za wadę. Niedogodności i ograniczenia związane z płynnością zapewne w niewielkim stopniu są eliminowane przez market maklerów/animatorów rynku (w zależności od wybranego systemu notowań). Jedno jest pewne: ten rodzaj ryzyka jest inwestorom znany i z pewnością będzie dyskontowany w cenie.

Literatura

- Debiuty giełdowe w roku 2007*, www.gpw.com.pl, 25.10.2007.
http://www.gpw.pl/zrodla/informacje_gieldowe/statystyki/Gpwspl.html, 25.10.2007.
Materiały informacyjne New Connect, [www.newconnect](http://www.newconnect.pl), 25.10.2007.
Papst M., *Raport IPO – pierwsze półrocze 2007*, http://www.ipo.pl/raporty/raport_ipo_-_i_polrocze_2007, 25.10.2007.
Stec A., *Startuje New Connect – polski Nasdaq*, „Gazeta Wyborcza”, 29.08.2007.

ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET IN POLAND – THE FIRST MONTHS

Summary

The first two months of running were a hard step but a steady development for The New Connect, Polish AIM. Although negative moods in the market, next companies start issuing new shares using this platform. The paper presents results of research about this alternative market for issuers and potential investors. The New Connect has become relatively cheap way to obtain capital and to achieve the company's credibility in the financial market, but low liquidity may be a problem for the right valuation of the firm.