

Agnieszka Kurczewska

Uniwersytet Łódzki

ALTERNATYWNE RYNKI EUROPEJSKIE¹

Streszczenie: Celem opracowania jest przedstawienie europejskich doświadczeń z zakresu tworzenia rynków dedykowanych małym i średnim przedsiębiorstwom oraz odniesienie ich do polskiego rynku alternatywnego NewConnect. Przedstawiona zostaje idea rynku alternatywnego, trendy na europejskich rynkach alternatywnych oraz zasady funkcjonowania NewConnect.

Słowa kluczowe: NewConnect, alternatywne rynki europejskie, ASO.

1. Wstęp

Ostatnie lata przyniosły wzrost zainteresowania rynkami alternatywnymi, zarówno w Europie, jak i na świecie. Federacja Europejskich Giełd Papierów Wartościowych FESE (Federation of European Securities Exchanges) wymienia w Europie aż 24 rynki o statusie alternatywnym lub segmenty rynku, na którym zasady notowań są inne niż na rynku podstawowym. Ich popularność wiąże się z coraz większą rolą sektora małych i średnich przedsiębiorstw oraz rozszerzającymi się możliwościami korzystania z rynku kapitałowego. Zwłaszcza w Unii Europejskiej od 2007 r. można obserwować dynamiczny wzrost liczby rynków alternatywnych, co jest wynikiem m.in. wprowadzenia w 2005 r. Dyrektywy w sprawie rynków instrumentów finansowych MiFID², mającej na celu zwiększenie konkurencyjności i rozwój rynków finansowych. Ponadto rozwój rynków alternatywnych w Europie, czyli przede wszystkim rynków przeznaczonych dla młodych przedsiębiorstw o wysokim potencjale wzrostu, tzw. rynków wzrostowych (ang. *growth markets*), jest próbą szukania przeciwwagi dla amerykańskiego rynku pozagiełdowego NASDAQ.

Mimo rosnącej popularności rynków alternatywnych brakuje opracowań porównujących zasady i rezultaty ich funkcjonowania. Celem opracowania jest przedstawienie europejskich doświadczeń z zakresu tworzenia rynków dedykowanych małym i średnim przedsiębiorstwom oraz odniesienie ich do polskiego rynku alter-

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

² Markets in Financial Instruments Directive.

natywnego NewConnect. W artykule przedstawiona zostaje idea rynku alternatywnego, trendy na europejskich rynkach alternatywnych oraz zasady funkcjonowania NewConnect.

2. Idea rynku alternatywnego

Dyrektywa unijna w sprawie rynków instrumentów finansowych MiFID wprowadziła klasyfikację miejsc obrotu papierami wartościowymi, dzieląc je na:

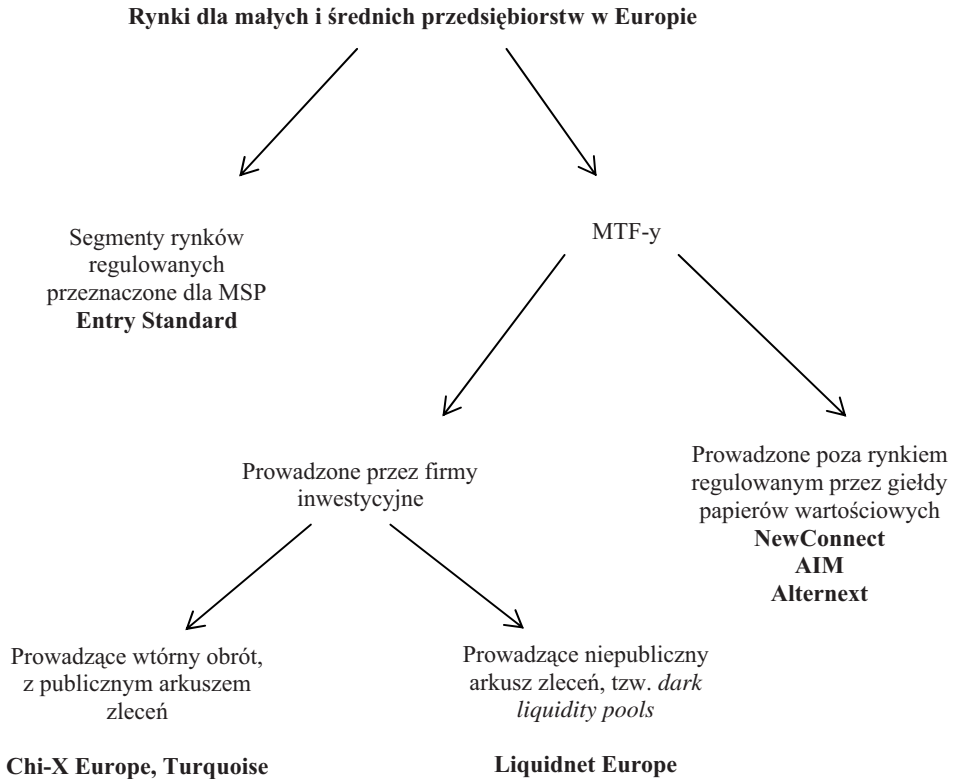
- rynki regulowane (giełdy tradycyjne),
- MTF-y (*Multilateral Trading Facilities*), które mogą być prowadzone przez operatorów z rynku regulowanego lub firmy inwestycyjne;
- rynki obsługiwane przez Systematic Internalisers, czyli prowadzone przez firmy inwestycyjne działające na zlecenie klienta poza MTF-ami i rynkiem regulowanym.

Alternatywny system obrotu (określany najczęściej jako MTF lub ATS – *Alternative Trading System*) jest funkcjonującym poza rynkiem regulowanym systemem (wielostronną platformą) umożliwiającym przeprowadzanie transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych. Polska Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 r. (art. 3 pkt 2) definiuje go jako: „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 ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami.”

ATS-y przeznaczone są dla młodych, dynamicznie rozwijających się przedsiębiorstw, o krótkiej historii gospodarczej, zgłaszających zapotrzebowanie na kapitał potrzebny do realizowania planów inwestycyjnych. Ich zadaniem jest umożliwienie dostępu do rynku kapitałowego przedsiębiorstwom mającym w planach innowacyjne, a więc i często kapitałochłonne inwestycje. Najczęściej grupą docelową rynków alternatywnych jest sektor małych i średnich przedsiębiorstw. Zgodnie z koncepcją rynku alternatywnego decyzja o wejściu w ATS wiąże się z uproszczonymi formalnościami i niższymi, w porównaniu z rynkiem regulowanym, kosztami debiutu i funkcjonowania na rynku. Prostsze i tańsze procedury wejścia przekładają się jednak na wyższe ryzyko inwestycji na tych rynkach, co z kolei rekompensowane jest potencjalnie wysokim zwrotem będącym wynikiem wzrostu cen papierów wartościowych. ATS-y są konkurencją dla tradycyjnych rynków giełdowych.

MTF-y mogą być prowadzone przez tradycyjne giełdy, ale także przez prywatne podmioty, takie jak banki czy domy maklerskie. Mogą prowadzić publiczny i niepubliczny arkusz zleceń. W ramach MTF-ów istnieją również tzw. *dark pools* lub *dark pools of liquidity*, tworzące platformy do obrotu instrumentami, na które zlecenia są widoczne dopiero po ich zrealizowaniu (obie strony – kupujący i sprzedający – są więc anonimowe). Na rysunku 1 przedstawiono rodzaje rynków dla małych i średnich przedsiębiorstw w Europie, biorąc pod uwagę powyższe klasyfikacje. Z punktu

widzenia przedsiębiorstwa, rynki alternatywne mogą stanowić zarówno źródło finansowania³, jak i miejsce transakcji papierami wartościowymi.



Rys. 1. Rynki dla małych i średnich przedsiębiorstw w Europie

Źródło: opracowanie własne.

Ekspansja MTF-ów w Unii Europejskiej, będąca rezultatem liberalizującej rynek finansowy dyrektywy MiFID, spowodowała, że obecnie można wyróżnić 24 rynki o statusie alternatywnym lub segmenty rynku, na którym zasady notowań są inne niż na rynku podstawowym (zob. tab. 1).

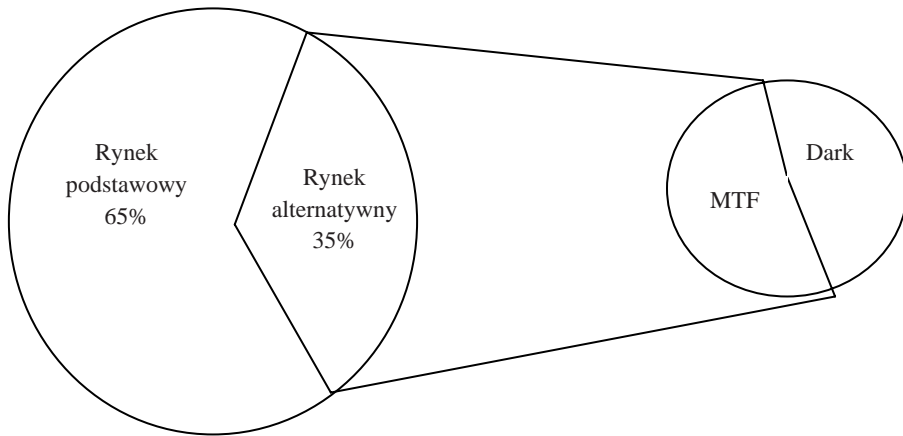
Według Brandesa i Domowitza [2010, s. 4], już 35% wartości realizowanych transakcji w Europie przypada na rynki alternatywne, a 65% na rynki regulowane. Z 35% wartości transakcji w alternatywnym systemie obrotu, 19% realizowanych jest na MTF-ach, a 16% w *dark pools* (zob. rys. 1).

³ Na niektórych rynkach zaliczanych do alternatywnych możliwy jest tylko obrót wtórny papierów wartościowych.

Tabela 1. Klasyfikacja FESE rynków alternatywnych w Europie

Gielda	Rynek	Alternatywny system obrotu (MTF)/ Rynek regulowany (RM)	Data powstania
Athens SE	EN.A	MTF	2007
BME	MAB (Segment 1 Collective investment companies)	MTF	2006
	MAB (Segment 2 Private equity)	MTF	2007
	MAB (Segment 3 SMEs)	MTF	2008
Borsa Italiana	STAR	RM	2001
	Mercato Expandi	RM	1997
	Mercato Alternativo del Capitale	MTF	2007
Bratislava SE	New Listed Market		2008
Cyprus SE	CSE Alternative market	RM	2004
Deutsche Börse	Entry Standard	RM	2005
Irish SE	Irish Enterprise Exchange	MTF	2005
Ljubljana SE	Semi-official	RM	-
LSE	AIM	MTF	1995
Luxembourg SE	Euro MTF	MTF	2005
NYSE Euronext	NextPrime	RM	2002
	NextEconomy	RM	2002
	Alternext	MTF	2005
NASDAQ OMX	First North	MTF	2005
Oslo Børs	Oslo Axxess	RM	2005
	Alternative Bond market	MTF	2005
SWX	Local Caps	RM	2005
Warsaw SE	NewConnect	MTF	2007
Wiener Börse	Second Regulated Market	RM	1989
	Third Market	MTF	2002

Źródło: opracowanie własne na podstawie prezentacji [*Alternative Markets...*].



Rys. 2. Szacowany udział wartości realizowanych transakcji na rynkach alternatywnych i podstawowych w Europie

Źródło: [Brandes, Domowitz 2010].

3. Rynek NewConnect

Warszawski NewConnect to powstały w sierpniu 2007 r. rynek akcji oparty na alternatywnym systemie obrotu, zorganizowany przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Koncepcja rynku została w dużym stopniu zaczerpnięta z brytyjskiego rynku alternatywnego AIM (*Alternative Investment Market*). Rynek NewConnect służy finansowaniu działalności nowoczesnych firm, których potencjał tkwi w innowacyjności. Jest to oferta głównie dla przedsiębiorstw działających w obszarze nowych technologii (np. IT, media elektroniczne, biotechnologia, nowoczesne usługi), choć notowane są również spółki z innych branż gospodarczych. Spółki na NewConnect są pogrupowane według następujących sektorów: budownictwo, e-handel, handel, informatyka, inwestycje, media, nieruchomości, ochrona zdrowia, technologie, telekomunikacja, usługi finansowe, usługi inne, wypoczynek. Dominują spółki technologiczne, ale bardzo ważną grupę stanowią spółki z sektora finansowego, zajmujące się inwestowaniem czy windykacją. W założeniu rynek NewConnect przeznaczony jest dla firm z sektora małych i średnich przedsiębiorstw:

- młodych (zazwyczaj niefunkcjonujących na rynku dłużej niż 3, 4 lata),
- perspektywicznie rozwijających się,
- 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).

Oferta NewConnect skierowana jest do silnie rozwijających się firm (lub mających takie perspektywy), niespełniających aktualnie wymogów GPW, ale pretendu-

jących do wejścia na parkiet główny w przyszłości. Kryterium przejścia opiera się na wielkości kapitalizacji (wymóg 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). Mimo że jest to naturalna, a nawet promowana droga rozwoju spółek, istnieje ryzyko, iż w przypadku odpływu znaczącej liczby najlepszych spółek spadnie kapitalizacja całego rynku NewConnect [Szurek 2010, s. 1; Szurek, Iwaniuk 2010].

NewConnect proponuje bardziej liberalne wymogi formalne i obowiązki informacyjne niż GPW, przez co jest tańszy od tradycyjnego rynku i dostosowany do obecnych na nim emitentów. Jedyne kryteria, jakie musi spełnić spółka chcąca zadebiutować na NewConnect, to: posiadanie statusu spółki akcyjnej z nieograniczoną zbywalnością własnych akcji, korzystanie z pomocy autoryzowanego doradcy i sporządzenie właściwego dokumentu dopuszczeniowego. 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 SA z dnia 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) 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.

Liczba spółek na NewConnect stale rośnie. Na koniec 2007 r. notowane były 24 spółki. Obecnie na rynku notowanych jest 187 spółek (stan na 10 stycznia 2011), w tym trzy zagraniczne (dwie czeskie i jedna bułgarska).

Choć na NewConnect istnieje możliwość dwóch rodzajów emisji: prywatnej i publicznej, spółki w zdecydowanej większości decydują się pozyskać kapitał w wyniku tej pierwszej. Wybierają więc ofertę prostszą, szybszą i mniej kosztowną, kierowaną do maksymalnie 99 inwestorów. W przypadku emisji prywatnej nie stosuje się wymagań Ustawy o ofercie publicznej, brak jest także obowiązku przygotowania prospektu emisyjnego czy memorandum informacyjnego. Z kolei emisja publiczna musi odpowiadać wymogom dopuszczeniowym zawartym w Ustawie. Kierowana jest co najmniej do 100 osób lub do adresata nieoznaczonego. Wymagane jest sporządzenie prospektu emisyjnego, który następnie musi zostać zatwierdzony przez Komisję Nadzoru Finansowego. Jeśli wartość emisji publicznej nie przekracza wartości 2,5 mln euro, wymagane jest memorandum informacyjne, w przypadku emisji na wyższą kwotę konieczne jest poddanie się rygorom przewidzianym dla publicznego dokumentu informacyjnego. Przebieg emisji prywatnej i publicznej ilustruje tab. 2.

Tabela 2. Przebieg emisji prywatnej i publicznej na NewConnect

EMISJA PRYWATNA	EMISJA PUBLICZNA
1. przeprowadzenie koniecznych przekształceń formalnoprawnych oraz podpisanie umowy z Autoryzowanym Doradcą	1. przeprowadzenie koniecznych przekształceń formalnoprawnych oraz podpisanie umowy z Autoryzowanym Doradcą
⇓	⇓
2. podjęcie przez Walne Zgromadzenie spółki decyzji o wprowadzeniu akcji do obrotu w formie emisji prywatnej	2. podjęcie przez Walne Zgromadzenie spółki decyzji o wprowadzeniu akcji do obrotu w formie emisji publicznej
⇓	⇓
3. przygotowanie wraz z Autoryzowanym Doradcą dokumentacji ofertowej skierowanej do maksimum 99 inwestorów	3. wybór animatora rynku lub Market Makera, wybór domu maklerskiego
⇓	⇓
4. zebranie dokumentacji pozwalającej na dopuszczenie akcji na NewConnect (wniosek o dematerializacji akcji i ich rejestrację oraz jej zatwierdzenie przez GPW, wniosek o wprowadzenie akcji do ASO, umowa z animatorem rynku lub Market Makerem)	4. przygotowanie dokumentu dopuszczeniowego: prospektu lub memorandum,
⇓	⇓
DEBIUT	5. postępowanie przed KNF (zatwierdzenie prospektu)
Czas trwania: 3-4 miesiące	⇓
	6. przeprowadzenie oferty (dematerializacja akcji, wniosek o wprowadzenie akcji do ASO w formie emisji publicznej, rejestracja akcji)
	⇓
	DEBIUT
	Czas trwania: 6-8 miesięcy

Źródło: [Kurczewska, Mikołajczyk 2010].

Indeksem rynku NewConnect jest NCIndex, którego wartość bazową ustalono na 100 punktów (30 sierpnia 2007). W 2008 r. wartość ta spadała. Od drugiej połowy 2009 r. widoczna jest jednak poprawa i wzrost również w 2010 r. (tab. 3).

Spółki notowane na NewConnect mają obowiązek współpracy z autoryzowanym doradcą, który pełni funkcję pośrednika między spółką, rynkiem a inwestorem. Autoryzowany doradca to firma inwestycyjna lub inny podmiot, który świadczy usługi związane z obrotem gospodarczym. Autoryzowanym doradcą nie może być

Tabela 3. Podstawowe statystyki dotyczące rynku NewConnect w latach 2007-2010

Parametry	2007 ^a	2008	2009	2010
Wartość NCIndex	144,17	38,19	49,70	63,44
Stopa zwrotu NCIndex (%)	44,17	-73,51	30,14	27,65
Wartość obrotów sesyjnych (mln zł)	303	825	1079	3507
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	303	840	1162	3694
Liczba transakcji na sesję	719	980	1285	3470
Kapitalizacja spółki krajowe (mln zł)	1185	1396	2457	4971
Kapitalizacja spółki zagraniczne (mln zł)	–	41	97	167
Liczba spółek	24	84	107	185
Liczba debiutów	24	61	26	86
Cena/zysk	90	6666,3	x	120,8
Cena/wartość Księgowa	27,95	216,05	18,05	10,59
Stopa dywidendy (%)	0	216,1	0	10,6
Liczba sesji	83	251	252	253

^a Od daty debiutu rynku w sierpniu 2007 r.

Źródło: statystyki roczne NewConnect, 2007-2010, www.newconnect.pl (10.01.2011).

sam emitent ani podmiot w jakikolwiek sposób z nim powiązany. Autoryzowany doradca ma wiele obowiązków, do których należą:

- badania dokumentów informacyjnych emitenta,
- badanie, czy emitent spełnił warunki wprowadzenia instrumentów finansowych do obrotu w alternatywnym systemie,
- współdziałanie z emitentem w zakresie wypełniania przez niego obowiązków informacyjnych,
- doradzanie emitentowi w zakresie funkcjonowania instrumentów finansowych w alternatywnym systemie.

Umowa podpisana przez emitenta z autoryzowanym doradcą powinna obejmować okres minimum jednego roku od pierwszego dnia notowań instrumentu finansowego.

Na NewConnect obowiązują dwa systemy notowań. System analogiczny do rynku głównego, czyli system kierowany zleceniami, i system kierowany cenami. W systemie kierowanym zleceniami o płynność obrotu dba animator rynku (wymóg podpisania umowy). Na rynku kierowanym cenami działa *market maker*, który wy-

stawia oferty kupna-sprzedaży instrumentów finansowych i jest stroną każdej transakcji. Notowania mogą mieć charakter ciągły (tę opcję wybiera większość spółek) lub jednolitego kursu. Wszystkie akcje są notowane w systemie notowań ciągłych w godz. 9.00-16.20 lub w systemie notowań jednolitych z podwójnym fixingiem o godz. 9.30 i 16.30. W rzeczywistości spółki decydują się na system kierowany zleceniami (głównie z powodu stosowania go przez rynek główny). W przypadku systemu kierowanego cenami notowania mają charakter ciągły.

4. Trendy na europejskich rynkach alternatywnych

Liczba i tempo powstawania kolejnych MTF-ów w Europie nasuwają pytanie o szanse ich przetrwania w dłuższym okresie. Sceptycy podkreślają rosnącą fragmentację rynku, która choć w zamiarze ma służyć większej konkurencyjności europejskiego rynku kapitałowego, może doprowadzić do upadku wielu takich rynków w najbliższym czasie (jako naturalnego efektu rozwoju rynku). Rosnąca konkurencyjność między rynkami obserwowana jest zwłaszcza po wejściu na rynek Chi-X Europe, który znacznie obniżył koszty dla decydujących się na ten rynek firm i znacząco zaczął konkurować z europejskimi rynkami regulowanymi. Również AIM zdobywa coraz silniejszą pozycję. Rynek ten wykazuje obecnie wyższą dynamikę rozwoju niż rynek podstawowy LSE, następują nawet przejścia z rynku podstawowego na AIM. Innym istotnym zjawiskiem ostatnich trzech lat jest coraz wyraźniej dający się zauważać trend konsolidacji rynków alternatywnych. Przykładem może być tutaj skandynawski rynek First North. Tym samym europejski rynek kapitałowy zaczyna upodabniać się do amerykańskiego. W Stanach Zjednoczonych po fazie ekspansji również nadszedł czas konsolidacji rozproszonych rynków.

Europejskie rynki alternatywne rozszerzają zasięg terytorialny swojego funkcjonowania. Londyński AIM jest praktycznie rynkiem globalnym. Polskim rynkiem NewConnect interesują się spółki z Czech i Bułgarii, a rynek deklaruje chęć ekspansji na kraje regionu. Jednakże należy również pamiętać, że rozwój MTF-ów wiąże się z rosnącym skomplikowaniem rynku kapitałowego. Doświadczenia amerykańskie wskazują, że liberalizacja rynku musi następować łącznie z rosnącą transparentnością i bezpieczeństwem transakcji. Zwykle liberalizacja rynków finansowych jest korzystna w wymiarze globalnym, na ogół jest również korzystna dla poszczególnych krajów, ale, co należałoby zaznaczyć, nie dla wszystkich w równym stopniu.

5. Podsumowanie

Rok 2010 przyniósł ekspansję rynków alternatywnych w Europie Środkowo-Wschodniej. Przykładowo rynek Liquidnet Europe (*darkpool*) rozpoczął obrót polskimi akcjami na własnej platformie, a platforma Turquoise prowadzi działalność na Węgrzech i w Czechach. Biorąc pod uwagę rosnące zorientowanie rynków na klientów z Europy Środkowo-Wschodniej i konkurencję między pozostałymi rynka-

mi alternatywnymi (polegającą przede wszystkim na obniżaniu kosztów transakcji), pozycja NewConnect w przyszłości jest trudna do oszacowania. Dotychczasowe doświadczenia polskiego rynku alternatywnego można uznać za pozytywne, mimo kryzysu finansowego, który się rozpoczął niedługo po debiucie rynku. Liczba notowanych spółek stale rośnie i zgodnie z oczekiwaniami następują kolejne przejścia na GPW. Na pewno cieszy się on coraz większym zainteresowaniem i zaufaniem polskich małych i średnich przedsiębiorstw. Konkurencyjność NewConnect opiera się jednak przede wszystkim na niższych kosztach. Obniżanie cen przez inne rynki może być zagrożeniem dla polskiego ATS-u, ponieważ renoma czy dostępność dużego kręgu ciekawych inwestorów AIM czy Chi-X Europe są trudne do pokonania. Zagraniczne MTF-y mogą również przejmować potencjalnych klientów GPW.

Podsumowując, można powiedzieć, iż polski rynek NewConnect rozpoczął swoje działanie w trudnych warunkach, bo w momencie załamania światowych rynków finansowych i istnienia silnej konkurencji w Europie. Trudna sytuacja, w jakiej startował rynek, była swego rodzaju przewagą, gdyż ukazywała braki i niedociągnięcia, które można szybko wyeliminować we wczesnym stadium rozwoju. Pomimo krótkiej historii i trudnej sytuacji wyjściowej warszawski NewConnect, stworzony na wzór istniejących rynków europejskich, nie odbiega znacząco od największego rynku alternatywnego w strefie euro Alternext. Rynek NewConnect prężnie się rozwija i ma szansę stać się liczącym się parkietem w Europie.

Literatura

Alternative Markets/Segments in Equity Analysis, www.fese.be (4.01.2011).

Brandes Y., Domowitz I., *Alternative Trading Systems in Europe. Trading Performance by European Venues Post-MiFID*, Investment Technology Group, April 2010.

Kurczewska A., Mikołajczyk B., *Rynek NewConnect w Polsce na tle innych rynków alternatywnych w Europie*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-finance” 2010, vol. 6, nr 3, <http://www.e-finance.com/artykuly/152.pdf> (10.01.2011).

Szurek A., *Przeptyw spółek z NewConnect na GPW*, „Gazeta Giełdy Parkiet” 2010, 15 lutego.

Szurek A., Iwaniuk W., *Spółki z NewConnect chcą na główny*, „Gazeta Giełdy Parkiet” 2010, 15 lutego.

Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 roku, DzU 2005 Nr 183, poz. 1538.

www.newconnect.pl (10.01.2011).

EUROPEAN ALTERNATIVE MARKETS

Summary: The aim of the paper is to introduce European experiences of alternative markets devoted to small and medium sized enterprises and to relate them to NewConnect – Polish alternative market. The study concerns the idea of alternative markets, general trends on European alternative markets, as well as the rules of functioning of NewConnect market.