

**Radosław Pietrzyk, Bartłomiej Knichnicki**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## **ALTERNATYWNY SYSTEM OBROTU AKCJAMI W POLSCE NA TLE INNYCH RYNKÓW EUROPEJSKICH**

---

**Streszczenie:** Alternatywne systemy obrotu są tworzone przez tradycyjne giełdy papierów wartościowych, aby przyciągnąć mniejsze podmioty, które mają potencjał wzrostu, ale nie spełniają wymagań dopuszczenia na główne rynki giełd. NewConnect powstał w 2007 r. na wzór działających już w Europie rynków alternatywnych. Celem artykułu jest pokazanie rozwoju ASO w Polsce na tle wybranych rynków w Europie, a także wskazanie podobieństw, różnic i perspektyw dalszego rozwoju.

### **1. Wstęp**

Dnia 30 sierpnia 2007 r. odbyła się pierwsza sesja na rynku NewConnect – alternatywnym systemie obrotu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Rynek NewConnect został stworzony jako platforma finansowania i obrotu dla małych, innowacyjnych spółek o dużych perspektywach wzrostu, które nie spełniają warunków wejścia na Główny Rynek GPW. Ponadto firmy te, zgodnie z założeniami, miały znajdować się w początkowej fazie rozwoju i poszukiwać stosunkowo niewielkiego kapitału, rzędu kilkuset tysięcy do kilkunastu milionów złotych.

Dynamiczny rozwój rynków alternatywnych w Europie, w tym rynku polskiego, wiąże się w znacznej mierze z wydaniem przez Parlament Europejski i Radę dyrektywy 2004/39/WE, która pozwoliła na prowadzenie wielostronnych platform obrotu. Wielostronne platformy obrotu (MTF) „oznaczają wielostronny system, obsługiwany przez przedsiębiorstwo inwestycyjne lub podmiot gospodarczy, który kojarzy transakcje strony trzeciej w dziedzinie kupna i sprzedaży instrumentów finansowych – w systemie i zgodnie z regulacjami innymi niż uznaniowe – w sposób skutkujący zawarciem kontraktu zgodnie z przepisami tytułu II”<sup>1</sup>. Przepisy UE

---

<sup>1</sup> Dyrektywa 2004/39/WE.

znacznie zliberalizowały dotychczasowy model funkcjonowania rynków giełdowych w Europie, umożliwiając prowadzenie platform obrotu przez podmioty gospodarcze. Przepisy te były jednym z czynników, które zdopingowały tradycyjne giełdy papierów wartościowych do rozszerzenia zakresu działania i stworzenia oferty dla mniejszych podmiotów i spółek, które dopiero rozpoczynają swoją działalność. Zatem dzięki powstaniu rynków alternatywnych możliwe stało się pozyskanie kapitału przez liczne przedsiębiorstwa, które nie spełniały dotychczas wymagań wejścia na rynek regulowany.

Do najważniejszych celów, jakie stawiała sobie Giełda Papierów Wartościowych (GPW) tworząc rynek NewConnect, należały<sup>2</sup>:

- stworzenie rynku finansującego małe atrakcyjne podmioty o dużych perspektywach wzrostu
- stworzenie warunków dla rozwoju sektora spółek nowych technologii
- wzrost nakładów na działalność w obszarze badań i rozwoju (B+R), wdrażanie efektów badań w projektach biznesowych
- rozbudowa infrastruktury finansowej Polski jako elementu tworzonego regionalnego centrum finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej – wzmocnienie pozycji GPW w regionie
- wzmocnienie współpracy pomiędzy GPW i jej partnerami biznesowymi (m.in. firmami partnerskimi) w celu szybszego rozwoju rynku giełdowego w Polsce.

Powyższe cele świadczą o tym, że stworzenie nowego rynku nieregulowanego to nie tylko uzupełnienie oferty przez GPW w Warszawie, lecz także próba stworzenia dużego regionalnego rynku, który mógłby skutecznie rywalizować na coraz bardziej konkurencyjnym rynku europejskim.

## 2. Alternatywne rynki akcji w Europie

Rynek NewConnect należy do grupy 13 alternatywnych rynków europejskich prowadzonych przez giełdy zrzeszone w Federacji Europejskich Giełd Papierów Wartościowych (FESE). Rynki alternatywne w większości są prowadzone jako odrębne rynki lub jako segmenty tradycyjnych rynków giełdowych. Takim przykładem jest Entry Standard, prowadzony przez giełdę we Frankfurcie, jako segment rynku Open Market. Większość rynków alternatywnych działa na podstawie wewnętrznych regulacji podmiotów prowadzących rynek, a część z nich – na podstawie regulacji ustawowych danego kraju. Rynki te są w większości rynkami nieregulowanymi w sensie prawa UE.

---

<sup>2</sup> Na podstawie informacji GPW zawartych na stronie: [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl).

**Tabela 1.** Zestawienie alternatywnych rynków/segmentów w Europie prowadzonych przez giełdy zrzeszone w FESE

Giełda	Nazwa	Rynek/segment	Rok rozpoczęcia działalności	Rynek regulowany/MTF
Athens SE	EN.A	Rynek	2007	MTF
BME (Madryt)	MAB	Rynek	2008	MTF
Borsa Italiana	AIM Italia (d. MAC)	Rynek	2007	MTF
Cyprus SE	CSE AM	Rynek	2004	Regulowany
Deutsche Boerse	Entry Standard	Segment	2005	Regulowany*
Irish SE	IEX	Rynek	2005	MTF
London SE	AIM	Rynek	2005	MTF
Luksembourg SE	Euro MTF	Rynek	2005	MTF
NYSE Euronext	Alternext	Rynek	2005	MTF
NASDAQ OMX	First North	Rynek	2005	MTF
Oslo Bors	Axess	Rynek	2007	Regulowany
GPW Warszawa	NewConnect	Rynek	2007	MTF
CEESEG Wiena	Dritter Markt	Rynek	2002	MTF

\* Wg informacji FESE jest to segment rynku regulowanego, ale nie ma go w zestawieniu rynków regulowanych, ogłoszonym w Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej (2009/C158/03), zgodnie z przepisami art. 47 dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych FESE [<http://www.fese.eu>].

Jednym z najstarszych i najbardziej rozwiniętych rynków alternatywnych w Europie jest prowadzony przez London Stock Exchange rynek AIM (*alternative investment market*). AIM został powołany w 1995 r. jako platforma handlu dla spółek o mniejszej kapitalizacji, które nie mogły wejść na główny rynek giełdy londyńskiej. Jednym z założeń, które były u podstaw stworzenia tego rynku, stało się zaoferowanie możliwości upublicznienia spółek w oczekiwaniu, aż spełnią warunki wejścia na rynek regulowany. Rzeczywistość okazała się jednak inna. W samym 2005 r. 40 spółek przeniosło się z rynku głównego na AIM, a tylko 2 z AIM na rynek główny. Świadczy to o rosnącej popularności tego alternatywnego systemu obrotu, który jest bardziej elastyczny i mniej kosztowny dla spółek. Sukces AIM sprawił, że stał się on największym rynkiem alternatywnym w Europie zarówno pod względem notowanych spółek, jak i kapitalizacji. Cechą charakterystyczną tego rynku jest również jego międzynarodowość. Na 1365 notowanych spółek aż 264 to spółki spoza Wielkiej Brytanii, a z pozostałych wiele zarejestrowanych jest na terytoriach brytyjskich o specjalnym statusie, takich jak Wyspa Man, Kajmany lub Brytyjskie Wyspy Dziewicze. Ze względu na swoją wielkość i stosunkowo długą historię AIM stał się punktem odniesienia dla pozostałych rynków alternatywnych w Europie. W efekcie tego stanu rzeczy przy powoływaniu innych alternatywnych rynków w krajach europejskich bardzo często wzorowano się na jego rozwiązaniach.

Do najważniejszych cech, które odróżniają AIM od rynku głównego, należą między innymi brak wymogów dotyczących wielkości spółki i długości jej historii. Nie ma również ograniczeń co do liczby akcji znajdujących się w obrocie. Ponadto obowiązkiem spółek wchodzących na AIM jest nawiązanie współpracy z uprawnionym doradcą (tzw. Nomad).

Rozwój rynku AIM został przyhamowany w związku z międzynarodowym kryzysem finansowym. Do sierpnia 2009 r. na rynku pojawiło się jedynie 15 nowych spółek, rynek opuściło aż 200. Obroty spadły z 49 mld euro w 2008 r. do 19 mld euro w pierwszych 8 miesiącach 2009 r.

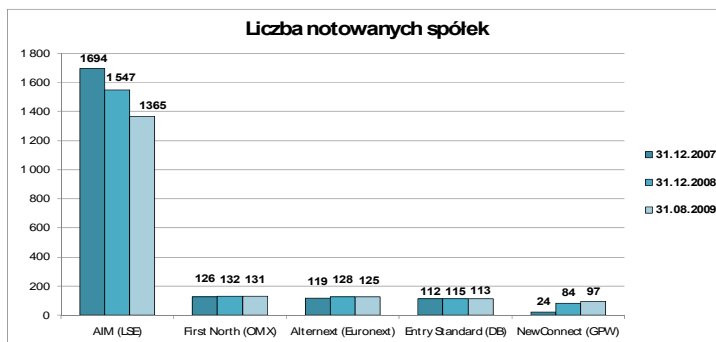
Kolejnym ważnym rynkiem alternatywnym w Europie jest segment rynku Open Market, nazwany Entry Standard. Rynek ten znacznie odbiega wielkością od rynku londyńskiego, obejmując jedynie 113 spółek. Segment ten został stworzony przez Giełdę Papierów Wartościowych we Frankfurcie w 2005 r.

Podobnym pod względem liczby spółek do Entry Standard jest rynek skandynawski First North, stworzony przez giełdę Nasdaq OMX Nordic Exchange, na którym notowanych jest 131 spółek. Jest on wspólnym przedsięwzięciem dla czterech krajów skandynawskich: Szwecji, Danii, Finlandii i Islandii. Kapitalizacja rynku w wysokości 2,172 mld euro plasuje go w czołówce europejskich alternatywnych systemów obrotu. Ponadto, ze względu na swojego właściciela, którym jest amerykański Nasdaq – największy rynek spółek technologicznych na świecie – ma on szansę na dalszy dynamiczny rozwój. Potwierdza to m.in. fakt rozszerzania zasięgu działania między innymi na państwa bałtyckie.

Drugim rynkiem europejskim, którego partnerem stała się giełda amerykańska, jest Alternext. Został on stworzony w 2005 r. jako alternatywny system obrotu przy zreszającej 4 kraje europejskie giełdzie NYSE Euronext. Obecnie na rynku notowanych jest 125 spółek, a na koniec sierpnia 2009 r. jego kapitalizacja osiągnęła 3,7 mld euro. Podmioty, które chcą być notowane na Alternext, mogą albo skorzystać z oferty publicznej, albo wprowadzić swoje akcje do obrotu poprzez ofertę prywatną. W pierwszym przypadku muszą przygotować prospekt emisyjny, który musi być zatwierdzony przez regulatora rynku, a ponadto zapewnić, by w wolnym obrocie znalazły się akcje o wartości co najmniej 2,5 mln euro. Oferta prywatna jest znacznie prostsza i wymaga jedynie przygotowania dokumentu informacyjnego. Jednakże w obu przypadkach spółka musi posiadać i przedstawić sprawozdania finansowe za 2 ostatnie lata działalności oraz zawrzeć umowę z doradcą.

### **3. Porównanie rynków alternatywnych**

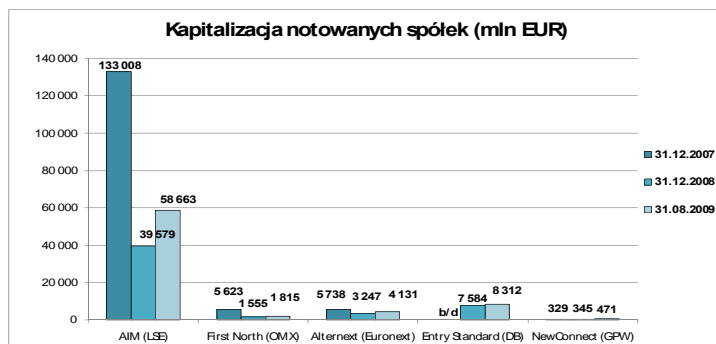
Poniższa analiza dotyczy pięciu alternatywnych rynków europejskich: Entry Standard (Deutsche Boerse), Alternext (Euronext), AIM (London Stock Exchange), First North Alternative Market (Nasdaq OMX Nordic Exchange) i NewConnect (Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie).



**Rys. 1.** Liczba notowanych spółek na rynkach w latach 2007–2009

Źródło: FESE.

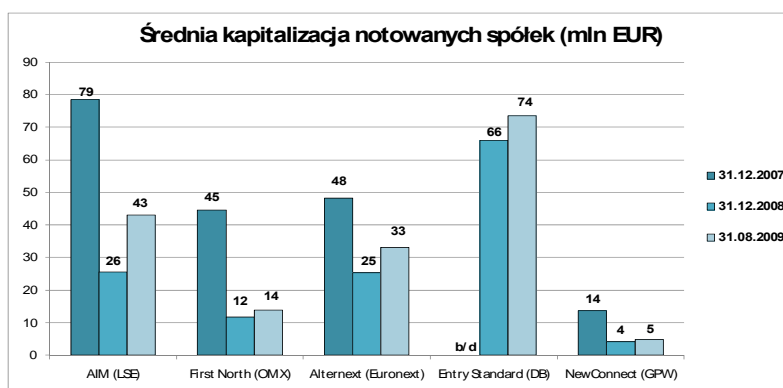
Spośród analizowanych rynków zdecydowanym liderem pod względem zarówno liczby notowanych spółek, jak i ich kapitalizacji jest londyński AIM (według danych na dzień 31 sierpnia 2009 r. notowanych na nim było 1365 spółek o łącznej kapitalizacji 58,7 mld euro). NewConnect zarówno w przypadku liczby notowanych spółek, jak i kapitalizacji zajmuje 5. miejsce spośród 5 analizowanych rynków alternatywnych. O ile jednak pod względem ilości spółki nie odstaje zbyt wiele od reszty – nie licząc AIM (w dniu 31 sierpnia 2009 r. notowanych było 97 spółek na NewConnect, podczas gdy na Entry Standard – 113, Alternext – 125, a na First North – 131), o tyle pod względem kapitalizacji widać znaczną dysproporcję. Kapitalizacja NewConnect na dzień 31 sierpnia 2009 r. wyniosła 471 mln euro, podczas gdy pozostałych rynków od 1815 mln euro (First North) do 8312 mln euro (Entry Standard) – nie uwzględniając AIM. Przekłada się to równocześnie na najniższą średnią kapitalizację notowanych spółek. Na dzień 31 sierpnia 2009 r. dla NewConnect wyniosła ona zaledwie 5 mln euro, podczas gdy dla pozostałych rynków od 14 mln euro (First North) do aż 74 mln euro (Entry Standard).



**Rys. 2.** Kapitalizacja notowanych spółek na rynkach w latach 2007–2009

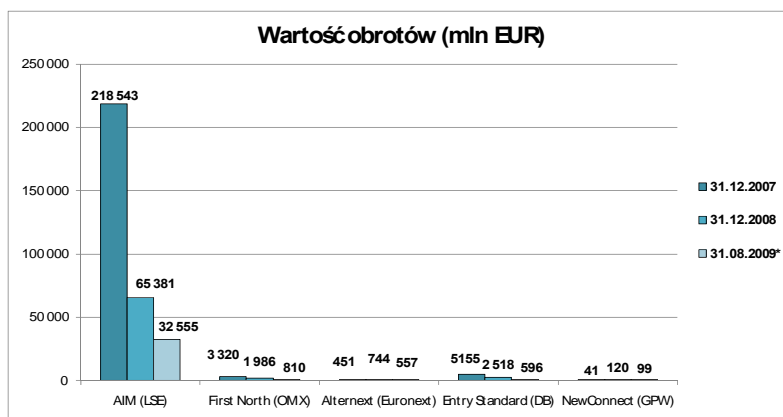
Źródło: FESE.

Bardzo podobnie jak przy kapitalizacji kształtuje się sytuacja w przypadku wartości obrotów. Ponownie zdecydowanym liderem jest AIM (zannualizowane obroty dla 2009 r. wyniosły aż 32,6 mld euro), a NewConnect wyraźnie odstaje od pozostałych rynków i zajmuje ostatnie miejsce (zannualizowane obroty dla 2009 r. – 99 mln euro). Natomiast lepszy obraz wyłania się, jeśli weźmie się pod uwagę wskaźnik obrotów. Informuje on o procentowej ilości akcji, którymi został dokonany obrót w danym roku w stosunku do wszystkich akcji wprowadzonych do obrotu. Polski rynek z wartością 21% zajmuje 3. miejsce pod tym względem i ustępuje tylko AIM (55%) oraz First North (45%).



Rys. 3. Średnia kapitalizacja notowanych spółek na rynkach w latach 2007–2009

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych FESE.

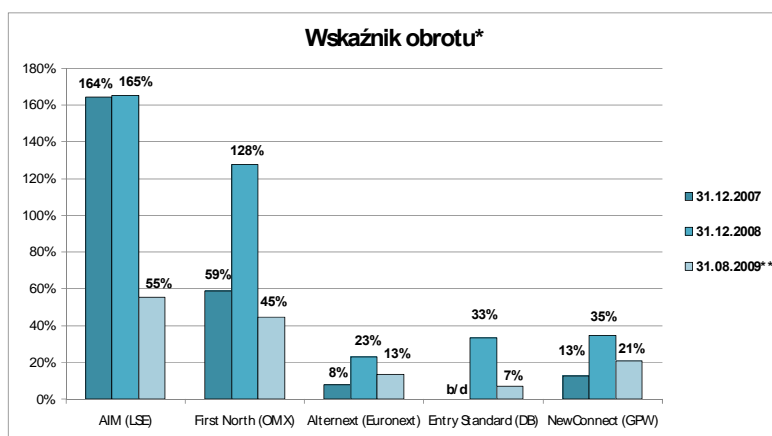


\* Dane zannualizowane.

Rys. 4. Wartość obrotów na rynkach w latach 2007–2009

Źródło: FESE.

Pod względem koniunktury giełdowej sytuacja na rynkach alternatywnych w Europie jest analogiczna do sytuacji na tradycyjnych rynkach. Cały 2008 r. upłynął pod znakiem spadków, natomiast w 2009 r. nastąpiło odbicie. Jednakże poszczególne rynki różnie reagowały. W 2008 r. spośród analizowanych alternatywnych systemów obrotu najlepiej zachowywał się Alternext (spadek o 50,0%), a najgorzej NewConnect (spadek o 73,5%). Jednak gdy w 2009 r. nastąpiły wzrosty, polski rynek zareagował nadzwyczaj słabo (wzrost o zaledwie 25,4% do końca sierpnia 2009 r.), podczas gdy Alternext wzrósł o 21,4%. Najlepsze nastroje w 2009 r. panowały na dwóch innych głęboko dotkniętych bessą w 2008 r. rynkach – AIM (wzrost o 50,4% do końca sierpnia 2009 r.) i First North (wzrost o 40,3% do końca sierpnia 2009 r.).



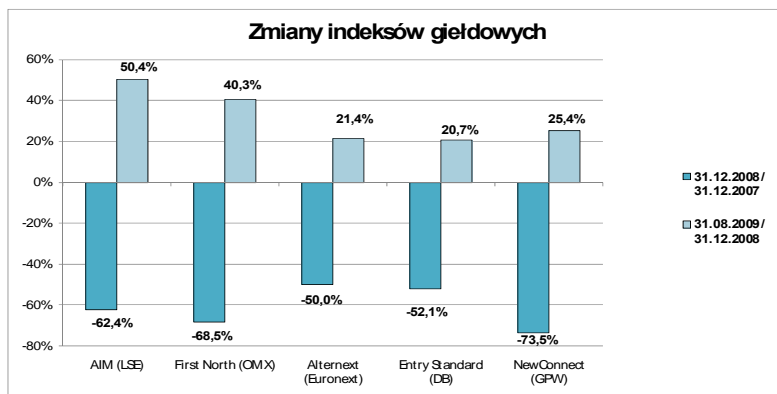
**Rys. 5.** Wskaźnik obrotu na rynkach w latach 2007–2009

\* Wskaźnik obrotu obliczono w znacznym uproszczeniu jako wartość obrotów w danym roku do kapitalizacji na ostatni dzień roku.

\*\* Dane zannualizowane.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych FESE.

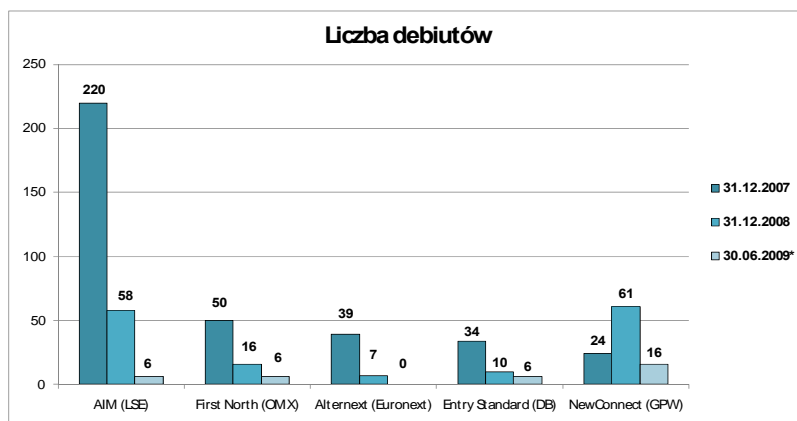
Pomimo złej sytuacji na rynkach finansowych w 2008 r., polski alternatywny rynek był w stanie przyciągnąć w tym czasie aż 61 nowych spółek – najwięcej spośród wszystkich europejskich konkurentów – przewyższając nawet wielokrotnie większy AIM (łącznie w 2008 r. 58 debiutów). Jednakże wartość ofert spółek debiutujących na NewConnect w 2008 r. wyniosła 47 mln euro (średnio 0,8 mln euro w przeliczeniu na spółkę) i była znacznie niższa niż na AIM – 1423 mln euro (średnio 24,5 mln euro w przeliczeniu na spółkę). Rok 2009 przyniósł jeszcze większe wyhamowanie debiutów. Do połowy 2009 r. na NewConnect pojawiło się tylko 8 nowych spółek, podczas gdy na AIM, First North i Entry Standard po 3, a na Alternext 0. Co ciekawe, wzrosła średnia wielkość kapitału pozyskanego przez spółki na AIM (do 76 mln euro w przeliczeniu na spółkę), natomiast na NewConnect praktycznie się nie zmieniła (0,8 mln euro).



Rys. 6. Zmiany indeksów giełdowych w latach 2008–2009

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych giełd papierów wartościowych.

W przedstawionym porównaniu widać ogromny wpływ światowego kryzysu finansowego, który skutecznie wyhamował rozwój rynków alternatywnych w Europie. Na wszystkich przedstawionych rynkach widać spadek wartości firm i spadek obrotów. Co gorsze, okres ten spowodował zmniejszenie się liczby spółek na tych rynkach. Jedynym wyjątkiem pozostał NewConnect, który w tym czasie zwiększył liczbę notowanych spółek do 96, zbliżając się do liczby notowanych spółek na rynkach Alternext, First North oraz Entry Standard.

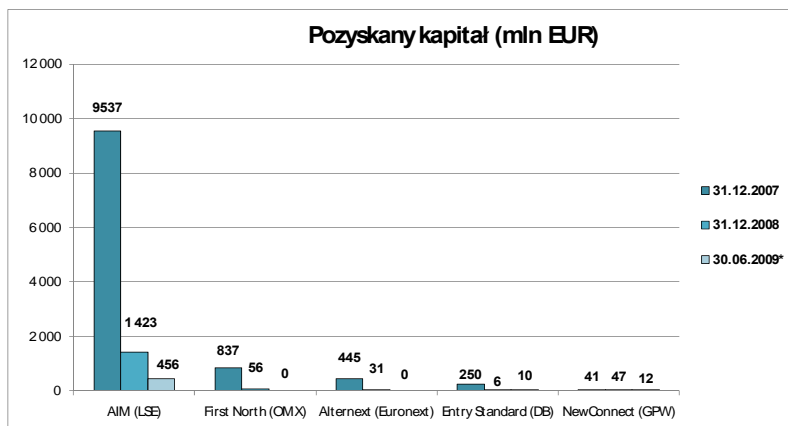


\* Dane zannualizowane.

Rys. 7. Liczba debiutów na rynkach w latach 2007–2009

Źródło: IPO Watch Europe, PricewaterhouseCoopers.





\* Dane zannualizowane.

**Rys. 8.** Pozyskany kapitał przy debiucie na rynkach w latach 2007–2009

Źródło: IPO Watch Europe, PricewaterhouseCoopers.

## 4. Podsumowanie

Funkcjonujące w Europie rynki alternatywne mają wiele podobieństw. Na wzór amerykańskiego Nasdaq miały być to rynki dla spółek zaawansowanych technologicznie, proponujących wprowadzanie innowacji i nowych technologii. W rzeczywistości stały się miejscem notowań dla mniejszych spółek, a ich innowacyjność nie jest warunkiem dopuszczenia do notowań. Powstanie i rozwój rynków, szczególnie po 2004 r., to w dużej mierze efekt obrony tradycyjnych giełd przed tworzeniem przez podmioty gospodarcze wielostronnych platform obrotu. Dodatkowo GPW w Warszawie chcąc tworzyć silne regionalne centrum finansowe, musiała zaproponować stworzenie MTF, aby przyciągnąć mniejsze podmioty z Polski i regionu.

Organizacja przedstawionych rynków jest bardzo zbliżona. Na wszystkich konieczne jest nawiązanie współpracy podmiotów ubiegających się o notowanie z autoryzowanym doradcą. Odmienności dotyczą minimalnej kapitalizacji spółki oraz jej historii. AIM i NewConnect nie wymagają od spółek przedstawienia historii finansowej za określony czas, nie jest również istotna ich kapitalizacja. Inaczej do tych kwestii podchodzi się na rynku Alternext, gdzie firmy muszą zagwarantować minimalną wartość akcji w obrocie oraz przedstawić co najmniej 2-letnią historię finansową.

Istotną różnicą między NewConnect a Alternext, Entry Standard, First North oraz AIM jest fakt, że polskiemu rynkowi nie udało się dotychczas przyciągnąć spółek z zagranicy. Jedna notowana spółka z Czech to zbyt mało, aby pretendować do miana rynku regionalnego. Poza tym głównymi inwestorami na rynku New-

Connect są inwestorzy indywidualni, których udział w obrotach przekracza 90%, a inwestorzy zagraniczni generują jedynie 1% obrotów.

Globalny kryzys finansowy odcisnął głębokie piętno na rynkach alternatywnych w Europie. Gwałtownie wyhamowała liczba debiutów, a te spółki, które zadebiutowały, pozyskały znikomy kapitał. Nastąpiło nawet wycofywanie spółek z notowań, szczególnie widoczne w przypadku AIM. Ponadto znacznie spadły kapitalizacja oraz obroty na poszczególnych rynkach, co świadczy o ucieczce inwestorów od tej bardziej ryzykownej w stosunku do tradycyjnych giełd możliwości inwestycyjnej. Jednak pomimo że alternatywny system obrotu w Polsce rozpoczął swoją działalność w tym bardzo niesprzyjającym okresie i międzynarodowy kryzys finansowy nie stwarzał mu okazji do szybkiego rozwoju, to należy uznać, że na tle innych krajów europejskich rynek ten odniósł wielki sukces i w tej chwili znajduje się wśród najważniejszych rynków alternatywnych w Europie.

Rozwój polskiego alternatywnego systemu obrotu papierami wartościowymi stanowi szansę na wykreowanie silnego regionalnego ośrodka obrotu instrumentami finansowymi w Warszawie, dla całej Europy Środkowo-Wschodniej. Stworzenie NewConnect oraz późniejsze uruchomienie alternatywnego obrotu obligacjami uzupełniło ofertę polskiego rynku kapitałowego dla emitentów i inwestorów. Mimo oczywistych słabości wynikających z początkowej fazy rozwoju oraz kryzysu na rynkach finansowych w latach 2008–2009 alternatywny system obrotu stał się już istotnym elementem polskiej gospodarki, wspomagającym rozwój spółek i umożliwiającym pozyskanie przez nie kapitału.

## Literatura

*AIM market statistics*, August 2009, London Stock Exchange.

Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (Dz.U. L 145 z 30 kwietnia 2004, P. 0001–0044).

*First North Nordic – Rulebook*, February 2009, Nasdaq OMX.

Joining AIM, *A professional handbook*, London Stock Exchange, 2009.

Porębski Ł., *Rynki alternatywne na świecie*, cz. 1, eBiuletyn „NewConnect” 2008, nr 16.

Porębski Ł., *Rynki alternatywne na świecie*, cz. 2, eBiuletyn „NewConnect” 2009, nr 1.

Porębski Ł., *Rynki alternatywne na świecie*, cz. 3, eBiuletyn „NewConnect” 2009, nr 2.

Porębski Ł., *Rynki alternatywne na świecie*, cz. 4, eBiuletyn „NewConnect” 2009, nr 3.

Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu w brzmieniu przyjętym uchwałą nr 147/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 1 marca 2007 r., z uwzględnieniem późniejszych zmian.

Smyrgała E., *Śladami AIM*, eBiuletyn „NewConnect” 2009, nr 20.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005, nr 183, poz. 1538).

Zawiadomienie państw członkowskich. Opatrzony komentarzem zestawienie rynków regulowanych i przepisów krajowych w zakresie wdrażania odnośnych wymogów ISD (dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady) (2009/C 158/03).

[http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/allInstruments/gdb\\_navigation/listing/10\\_Market\\_Structure/15\\_transparency\\_standards/30\\_entry\\_standard](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/allInstruments/gdb_navigation/listing/10_Market_Structure/15_transparency_standards/30_entry_standard)

<http://www.euronext.com/landing/equitiesOP-21363-EN.html>

<http://www.fese.eu/en/>

<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>

<http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth>

<http://www.newconnect.pl>

## **POLISH NEWCONNECT COMPARED TO OTHER EUROPEAN ALTERNATIVE MARKETS**

**Summary:** Alternative markets have been created by stock exchanges in order to attract smaller companies with high potential growth. Generally, these companies do not comply with strict requirements for an IPO on main markets. The Polish alternative market, NewConnect, which originated in 2007, was based on other European alternative markets. The aim of the paper is to present the development of NewConnect compared to chosen alternative markets in Europe, their similarities, differences and also an outlook for further development.