

Magdalena Mosionek-Schweda*

Aktywność zagranicznych emitentów na małym parkiecie warszawskiej giełdy papierów wartościowych

Wstęp

Rynek NewConnect (NC) powstał w sierpniu 2007 r. w celu zminimalizowania luki finansowej w zakresie ograniczonego dostępu małych i średnich przedsiębiorstw do różnorodnych form pozyskiwania kapitału. Zgodnie z założeniami organizatora (tj. Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.), NewConnect ma być źródłem finansowania rozwoju spółek, szczególnie należących do sektora MŚP, charakteryzujących się krótką historią działania, reprezentujących innowacyjne branże, z dużymi perspektywami rozwoju i transferu w przyszłości na główny rynek giełdy. Tak określony profil emitentów oznaczał konieczność ograniczenia do minimum wymogów wobec debiutantów oraz notowanych spółek. Problemy z niską płynnością NewConnect, kolejne upadłości spółek oraz coraz częstsze krytyczne opinie o tym rynku spowodowały stopniowe zaostrzenie regulacji. Organizator stara się jednak pogodzić interesy dwóch stron, z jednej – zwiększyć bezpieczeństwo inwestorów, z drugiej – nadal realizować pierwotny cel funkcjonowania małego parkietu i nie ograniczać jego dostępności dla małych, innowacyjnych spółek, które szukają alternatywnych źródeł finansowania.

NewConnect jest również dostępny dla spółek zagranicznych. Jednakże, chociaż kryteria dostępu oraz warunki uczestnictwa w notowaniach dla emitentów posiadających siedzibę poza Polską są takie same, jak w przypadku polskich podmiotów, to wśród 479 spółek, które dołączyły dotychczas do notowań, odnotowano jedynie 9 spółek zagranicznych¹.

Celem artykułu jest analiza aktywności zagranicznych emitentów na NewConnect, wartości pozyskanych przez nich kapitałów oraz wysoko-

* Dr, Zakład Międzynarodowych Rynków Finansowych, Instytut Handlu Zagranicznego, Wydział Ekonomiczny, Uniwersytet Gdański, magdalena.schweda@prowe.pl, ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot

¹ Dane według stanu z dnia 15 maja 2013 r.

ści stóp zwrotu osiąganych przez inwestorów z tytułu inwestycji w akcje tych spółek. Dokonano także przeglądu sposobów komunikacji spółek zagranicznych z inwestorami. W przeprowadzonych analizach wykorzystano statystyki rynku NewConnect publikowane przez GPW S.A., dane o debiutach oraz strony internetowe badanych spółek.

1. Istota, rozwój oraz reformy rynku NewConnect

Utworzony w 2007 r. przez warszawską giełdę rynek NewConnect (zwany również „małym parkietem”, „małym rynkiem”) przeznaczony jest, podobnie jak rynek główny, do obrotu papierami udziałowymi. Działa on jednak w formule alternatywnego systemu obrotu (ASO)² obok rynku głównego GPW. Są to niezależne od siebie platformy obrotu, korzystające jedynie ze wspólnego systemu transakcyjnego³. W przeciwieństwie do rynku głównego, NewConnect jest rynkiem nieregulowanym, co oznacza, że nie mają do niego zastosowania niektóre krajowe oraz unijne regulacje, a jego funkcjonowanie opiera się przede wszystkim na zasadach określonych przez organizatora w Regulaminie Alternatywnego Systemu Obrotu oraz w bieżących uchwałach Zarządu GPW S.A.

W porównaniu z głównym parkietem, NewConnect charakteryzuje się uproszczonymi procedurami wprowadzenia oraz notowania instrumentów finansowych oraz niższymi opłatami, chociaż począwszy od 2012 r. organizator stopniowo zaostrza wymagania wobec debiutantów oraz notowanych spółek. Początkowo wśród reguł warunkujących dopuszczenie do debiutu na NewConnect nie występowały kryteria ilościowe dotyczące minimalnego okresu prowadzenia działalności czy też kapitalizacji spółki, co ułatwiało dostęp do kapitału również spółkom nowopowstałym (tzw. *start-up*), należącym do sektora małych i średnich przedsiębiorstw, często nieposiadających znacznych aktywów trwałych i prowadzących działalność głównie na podstawie wartości niematerialnych i prawnych [Mosionek-Schweda, 2013, s. 348]. Narastające problemy

² W polskim porządku prawnym pojęcie alternatywnego systemu obrotu zdefiniowane zostało w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Zgodnie z art. 3, alternatywnym systemem obrotu jest wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych organizowany poza rynkiem regulowanym przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany.

³ W dniu 15 kwietnia 2013 r. funkcjonujący od 2000 r. system Waret został zastąpiony przez system UTP (*Universal Trading Platform*).

z płynnością NC, pierwsze bankructwa spółek oraz coraz częstsze opinie krytyczne względem tego rynku zmusiły Zarząd GPW do dokonania zmian w zasadach jego funkcjonowania. W 2012 r. wprowadzono kary finansowe do wysokości 20 tys. złotych dla nierzetelnych emitentów, jak również obowiązek sporządzenia tzw. raportu o stanie emitenta dla spółek, które mają problemy finansowe lub zmieniają zakres prowadzonej działalności, zwiększono obowiązki informacyjne oraz doprecyzowano wymagania odnośnie do zawartości dokumentów informacyjnych spółek. W celu ochrony 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* [Sudak, 2012; Chronowska, 2012]. W wyniku pierwszego przydziału do segmentu HLR trafiło aż 108 spółek, a do SHLR 15 emitentów, co stanowiło wówczas ponad 25% wszystkich spółek notowanych na NewConnect.

Na początku 2013 r. władze giełdy poinformowały o kolejnych zmianach w Regulaminie ASO, dotyczących przede wszystkim spółek planujących debiut. Począwszy od 1 marca 2013 r. co najmniej 15% akcji spółki, która chce wejść na NewConnect po raz pierwszy, musi znajdować się w posiadaniu co najmniej dziesięciu akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu. 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. złotych do 50 tys. złotych [Uchwała nr 175/2013, 2013]. W kwietniu 2013 r. Zarząd GPW przedstawił kolejne zmiany w regulacjach NewConnect, wśród których dwie stanowią kryteria ograniczające krąg podmiotów uprawnionych do debiutu. Począwszy od 1 czerwca 2013 r. do dokumentu informacyjnego, będącego podstawowym dokumentem dopuszczeniowym, emitent musi dołączyć sprawozdanie finansowe za ostatni rok obrotowy zbadane przez biegłego rewidenta, co oznacza brak możliwości debiutu spółek funkcjonujących krócej niż okres wymagany do przedstawienia takiego dokumentu. Po drugie, wprowadzono kryterium minimalnej wartości kapitału własnego spółki w wysokości 500 tys. złotych, przy czym w tej wartości może zawierać się kapitał przyszłej rejestracji akcji

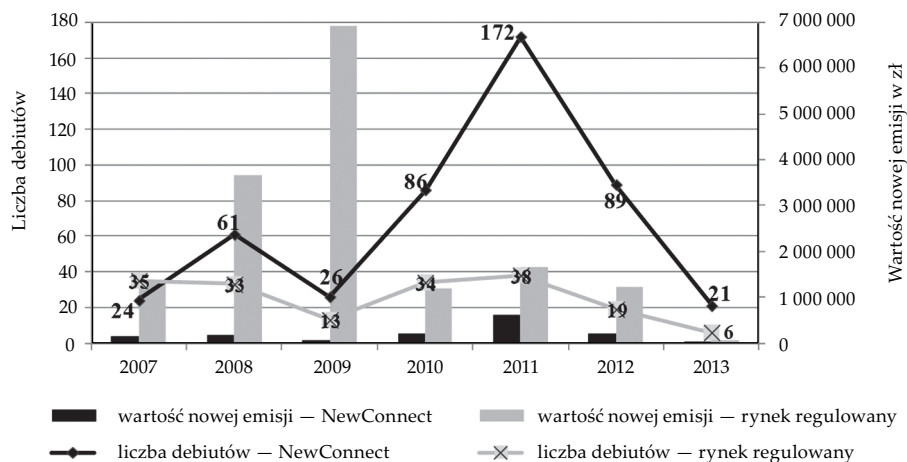
objętych w wyniku przeprowadzonej oferty [Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., 2013]. Pozostałe zmiany dotyczą zaostreżenia obowiązków informacyjnych notowanych spółek oraz wymogów wobec autoryzowanych doradców.

Wdrażane od ponad roku zmiany w regulaminie NewConnect mają na celu podwyższenie jakości i bezpieczeństwa rynku. W trakcie prac nad reformą małego parkietu Zarząd GPW uwzględnił liczne opinie i postulaty środowiska inwestorów i innych uczestników rynku, w tym również uwagi autoryzowanych doradców. Zmiany te spotkały się jednak z różnymi reakcjami interesariuszy. Dla przyszłych emitentów oraz notowanych już spółek zaostreżenie przepisów zwiększa koszty debiutu oraz obecności na rynku. Inwestorzy określają jednak te zmiany jako zbyt późno wprowadzone i mimo wszystko nadal niewystarczające do zagwarantowania bezpieczeństwa lokowanych na NC środków i podniesienia jakości notowanych tu spółek. Za kilka miesięcy będzie możliwa ocena, czy reforma małego parkietu wzmocni czy powstrzyma jego dalszy rozwój.

Mimo zaostreżenia regulacji, NewConnect nadal pozostaje bardziej dostępnym i tańszym źródłem pozyskania kapitału niż rynek regulowany, szczególnie że wraz z utworzeniem NewConnect dopuszczono możliwość sprzedaży na GPW instrumentów finansowych w drodze tzw. oferty prywatnej (skierowanej 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 sporządzenia 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 doradcę. 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 NewConnect [Mosionek-Schweda, 2011, s. 191-192].

Mniejsze wymogi stawiane emitentom na NewConnect sprzyjają kilkakrotnie większej liczbie debiutów i jednocześnie wpływają na znacznie niższą wartość pozyskiwanych kapitałów w porównaniu z rynkiem

Rysunek 1. Liczba debiutów oraz wartość pozyskanego kapitału (w zł) na rynku głównym oraz NewConnect w okresie od 30 sierpnia 2007 r. do 15 maja 2013 r.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z portali: [<http://www.newconnect.pl> oraz <http://www.gpw.pl>].

głównym. W sumie do 15 maja 2013 r. na NewConnect zadebiutowało 479 spółek, pozyskując łącznie około 1 423 000 złotych. W tym samym czasie do notowań na rynku głównym zostało dopuszczonych 178 emitentów, którzy zgromadzili z nowej emisji łącznie ponad 16 018 000 złotych (rysunek 1).

NewConnect został uruchomiony w trudnym dla rynków finansowych momencie, gdy efekty kryzysu finansowego przejawiały się m.in. spadkiem indeksów na światowych giełdach, ograniczeniem aktywności inwestorów i rezygnacją spółek z emisji w obawie przed zbyt niskim wycenami. Brak stabilności na rynkach finansowych miał również wpływ na rozwój polskiego małego parkietu, chociaż analiza danych dotyczących kapitalizacji oraz liczby spółek notowanych w innych alternatywnych systemach obrotu prowadzonych przez europejskie giełdy potwierdza, że NewConnect rozwija się lepiej niż niektóre, dłużej funkcjonujące ASO⁴. Obecnie największym pod względem kapitalizacji europejskim alterna-

⁴ W Europie o potrzebie tworzenia alternatywnych platform dedykowanych spółkom zbyt małym, by sprostać wymogom rynków regulowanych, mówiono już w latach 30. XX w. Pierwsze giełdowe rynki alternatywne pojawiły się jednak dopiero pod koniec lat 70. ubiegłego wieku – w 1977 r. giełda francuska stworzyła Compartment Special, rok później we Włoszech utworzono Mercato Ristretto [Arcot i inni, 2007, s. 11-12].

Tablica 1. Kapitalizacja oraz liczba spółek notowanych na wybranych giełdowych rynkach alternatywnych według stanu z 30 grudnia 2012 r.

Nazwa giełdy	Nazwa rynku	Data powstania	Liczba spółek	Kapitalizacja (mln euro)
Athens Exchange	Alternative Market (EN.A)	Luty 2008 r.	14	149,2
BME Spanish SE	MAB Expansi3n	Styczeń 2008 r.	22	518,3
Bratislava SE	Bratislava Stock Exchange	Lipiec 2001 r.	65	706,7
CEESEG – Vienna	Dritter Markt (MTF)	Listopad 2007 r.	22	1 003,2
Cyprus SE	Emerging Companies Cyprus	Wrzesień 2009 r.	15	609,5
Deutsche B3rse	Entry Standard	Październik 2005 r.	183	9 562,6
Irish SE	Enterprise Securities Market	Kwiecień 2005 r.	23	29 138,1
Istanbul SE	ISE Second National Market	Kwiecień 1995 r.	77	3 991,5
London SE	Alternative Investment Market	Czerwiec 1995 r.	1 096	75 695,6
Luxembourg SE	Euro MTF	Lipiec 2005 r.	233	347,0
NASDAQ OMX Nordic	First North Alternative Market	Grudzień 2005 r.	122	3 193,0
NYSE Euronext	Alternext	Maj 2005 r.	180	6 184,0
Oslo B3rs	Oslo Axess	Maj 2007 r.	34	2 084,5
Warsaw SE	NewConnect	Sierpień 2007 r.	429	2 723,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych giełd papier3w wartościovych zamieszczonych w powyższym zestawieniu.

tywnym systemem zorganizowanym przez giełdę jest londyński Alternative Investment Market (tablica 1). Analizując statystyki europejskich ASO, można stwierdzić, że w kilku przypadkach czas funkcjonowania rynku nie skutkuje większą liczbą emitentów. Najstarszy w tym zestawieniu ISE Second National Market (utworzony w kwietniu 1995 r. w Stambule) notował na koniec 2012 r. akcje zaledwie 77 spółek, chociaż ich łączna kapitalizacja była wyższa niż polskiego rynku. Podobnie nierównomierny rozwój jest dostrzegalny w przypadku ASO utworzonych w tym samym czasie, co polski NewConnect, np.: w grudniu 2012 r. na parkiecie wie-

deńskiego Dritter Markt obecne były instrumenty 22 spółek o wartości nieco ponad 1 mld euro, a na norweskim Oslo Axess notowano walory 34 emitentów o łącznej kapitalizacji około 2 mld euro.

Podsumowując dotychczasowy rozwój NewConnect, nie można nie dostrzegać roli, jaką pełni on na polskim rynku kapitałowym. W ciągu niespełna 6 lat działania małego parkietu odbyło się tu 479 debiutów poprzedzonych sprzedażą akcji o wartości ponad 1 423 000 złotych. W tym czasie 20 spółek przeniosło swoje walory na rynek główny, a 15 emitentów zostało usuniętych z notowań (na skutek ogłoszenia upadłości, nieprzestrzegania regulaminu lub na własny wniosek). Piętnastego maja 2013 r. na parkiecie małego rynku notowano akcje 444 spółek, w tym zaledwie 8 podmiotów zagranicznych. Tak mała liczba spółek spoza Polski oznacza, że NewConnect nie jest jednak atrakcyjnym miejscem pozyskania kapitału dla emitentów zagranicznych.

2. Zagraniczne spółki notowane na NewConnect

Dla emitentów zagranicznych warunki debiutu na NewConnect, a następnie obecności w notowaniach są dokładnie takie same, jak w przypadku spółek krajowych. Ponadto, zgodnie z Regulaminem ASO, dokument informacyjny, jak również informacje bieżące i okresowe mogą być publikowane nie tylko w języku polskim, ale także w angielskim. Z kolei sprawozdania finansowe zamieszczane w raportach okresowych, mogą być sporządzane zgodnie z zasadami rachunkowości obowiązującymi emitenta, co oznacza brak obowiązku stosowania określonych standardów rachunkowości [Regulamin ASO].

Rynek ten nie cieszy się jednak dużym zainteresowaniem emitentów zagranicznych. Według danych z 15 maja 2013 r., na parkiecie NewConnect notowano walory jedynie 8 emitentów zagranicznych. Najliczniej reprezentowanym krajem są Czechy (4 spółki). Pozostali emitenci pochodzą z Ukrainy, Bułgarii, Szwajcarii oraz Wielkiej Brytanii (tablica 4). Ostatni z wymienionych krajów był reprezentowany przez dwie spółki, na początku stycznia 2012 r. Zarząd GPW zdecydował jednak o usunięciu z notowań akcji spółki Avtech Aviation & Engineering PLC, specjalizującej się w obsłudze naziemnej samolotów. Spółka Avtech zadebiutowała na małym parkiecie 26 lipca 2011 r., natomiast już 16 listopada 2011 r. obrót jej akcjami został zawieszony, a 3 stycznia 2012 r. wykluczono je z obrotu [Uchwała Nr 2/2012 Zarządu GPW S.A.]. Powodem usunięcia spółki z no-

towań była utrata wypłacalności emitenta. Konsekwencją upadku i wykluczenia z notowań Avtech było również skreślenie jej autoryzowanego doradcy – GoAdvisers S.A. Zarząd GPW uznał bowiem, że GoAdvisers jako doradca nie dołożył należytej staranności, przygotowując dokument informacyjny emitenta, i nie zawarł w nim wszystkich informacji niezbędnych do dokonania przez inwestorów prawidłowej oceny ryzyka inwestycyjnego związanego z zakupem akcji Avtech [Dzierżanowski, 2012]. Warto zauważyć, że informacje o kłopotach finansowych spółki zostały opublikowane 5 maja 2011 r. na stronie internetowej „The London Gazette”, która jest jednym z oficjalnych dzienników urzędowych brytyjskiego rządu. Oznacza to, że w przygotowywanym w związku z debiutem na NC dokumencie informacyjnym zatajono informacje o toczącym się już wtedy postępowaniu likwidacyjnym wszczętym na wniosek kontrahentów Avtech [The London Gazette, 2011]. Ponadto, spółka zaprzestała jakichkolwiek kontaktów z inwestorami, a także ze swoim autoryzowanym doradcą.

Tablica 2. Charakterystyka debiutów spółek zagranicznych na NewConnect

Nazwa emitenta	Data debiutu	Wartość oferty	Oferta	CE*	CZ**	ZC***
Orphee	3 grudnia 2012 r.	58 740 000,00	Prywatna	8,90	9,78	9,89
Twigonet Europe S.E.	13 kwietnia 2012 r.	6 715 886,00	Prywatna	3,45	3,68	6,67
AerFinance PLC	6 maja 2011 r.	6 838 022,00	Publiczna	2,00	2,00	0,00
Agroliga Group PLC	11 lutego 2011 r.	4 152 060,00	Prywatna	81,00	103,72	28,05
iCom Vision Holding A.S.	23 marca 2011 r.	2 703 000,00	Prywatna	2,71	4,50	66,05
Avtech Aviation & Engineering PLC	27 lipca 2011 r.	2 007 695,50	Prywatna	2,10	1,05	-50,00
Intercapital Property Development	11 sierpnia 2010 r.	0,00	Bez oferty	6,00	8,16	36,00
BGS Energy Plus A.S.	28 września 2009 r.	6 750 000,00	Prywatna	1,80	2,85	58,33
Phoenix Energy A.S.	16 października 2008 r.	2 160 000,00	Prywatna	0,72	4,00	455,56

* CE – cena emisyjna akcji

** CZ – cena zamknięcia w dniu debiutu

*** ZC – zmiana ceny w dniu debiutu

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z portalu [www.newconnect.pl].

Tablica 3. Zmiany kursów akcji spółek zagranicznych notowanych na NewConnect

Nazwa emitenta	Stopa zwrotu z akcji 1 m	Stopa zwrotu NCIndex 1 m	Stopa zwrotu z akcji 12 m	Stopa zwrotu NCIndex 12 m	Stopa zwrotu z akcji 30 kwietnia 2013 r.	Stopa zwrotu NCIndex 30 kwietnia 2013 r.
Orphee	-6,85	0,42	-	-	-5,21	-5,55
Twigonet Europe S.E.	-4,55	-4,00	-27,99	-23,75	-27,99	-24,54
AerFinance PLC	-28,50	-2,75	-80,00	-30,82	-22,58	-46,23
Agroliga Group PLC	-7,44	-2,10	-42,15	-27,73	-27,98	-47,20
iCom Vision Holding A.S.	-26,67	1,05	-62,44	-27,52	-81,33	-45,97
Avtech Aviation & Engineering PLC	-51,43	-13,27	-	-	-	-
Intercapital Property Development	-10,54	-0,14	-83,15	-19,82	-97,06	-43,72
BGS Energy Plus A.S.	-24,56	0,43	-4,56	32,16	-21,05	-32,58
Phoenix Energy A.S.	-38,75	-6,57	-44,00	2,83	-70,00	-31,50

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z portalu [www.newconnect.pl].

Pierwszy zagraniczny emitent zadebiutował na NewConnect w październiku 2008 r. — była to czeska spółka Phoenix Energy A.S.⁵ zajmująca się fotowoltaicznymi ogniwami słonecznymi. Ze sprzedaży akcji w drodze oferty prywatnej spółka pozyskała nieco ponad 2 mln złotych, co stanowi jedną z najmniejszych emisji przeprowadzonych dotychczas przez zagraniczne spółki. Zarządzający Phoenix Energy mogą jednak uznać dzień debiutu za udany, ponieważ na koniec sesji kurs akcji wzrósł o ponad 455% w stosunku do ceny emisyjnej (tablica 2). Największą emisję spośród analizowanych zagranicznych emitentów przeprowadziła

⁵ W grudniu 2012 r. nastąpiła zmiana nazwy spółki z Photon Energy A.S.

Tablica 4. Komunikacja zagranicznych emitentów z inwestorami

Nazwa emitenta	Kraj	Informacje na stronie internetowej	Język używany w RI	Język dokumentu informacyjnego	Osoba wyznaczona do kontaktów
Orphee	Szwajcaria	Podstawowe informacje, komunikaty	Polski, angielski	Polski	Tak
Twigonet Europe S.E.	Czechy	Tylko informacja o wyznaczeniu pierwszego dnia notowań	Czeski, angielski	Angielski	Brak, ogólny e-mail
AerFinance PLC	Wielka Brytania	Szczegółowe	Polski, angielski	Angielski	Brak, ogólny e-mail
Agroliga Group PLC	Ukraina	Szczegółowe	Angielski, polski, rosyjski	Polski	Tak
iCom Vision Holding A.S.	Czechy	Szczegółowe	Czeski, angielski, polski	Angielski	Tak
Avtech Aviation & Engineering PLC	Wielka Brytania	Strona nie istnieje	Angielski	Angielski	Brak, ogólny e-mail
Intercapital Property Development	Bułgaria	Tylko notowania i linki do innych stron	Angielski, bułgarski	Angielski	Tak
BGS Energy Plus A.S.	Czechy	Szczegółowe	Angielski, czeski	Angielski	Tak
Phoenix Energy A.S.	Czechy	Szczegółowe	Angielski	Polski	Brak, ogólny e-mail

Źródło: Opracowanie własne na podstawie portali internetowych spółek zamieszczonych w powyższym zestawieniu.

szwajcarska spółka Orphee⁶, debiutująca w grudniu 2012 r. W ramach oferty prywatnej emitent pozyskał od inwestorów ponad 58 mln złotych (jest to również druga największa emisja w historii NewConnect). Jediną publiczną ofertę przeprowadziła dotychczas brytyjska spółka AerFinance PLC, pozyskując z rynku 6,7 mln złotych. Zapisy na akcje tej spółki miały nietypowy przebieg, ponieważ inwestorzy zgłaszali chęć zakupu

⁶ Orphee produkuje i dystrybuje wyroby mające zastosowanie w klinicznych segmentach biochemii, hematologii, serologii oraz aparaty diagnostyczne i analizatory do realizacji testów laboratoryjnych (wykorzystywanych w medycynie i weterynarii).

akcji poprzez formularz na stronie internetowej emitenta. AerFinance jest spółką holdingową, inwestującą i zarządzającą spółkami działającymi w branży lotniczej. Warto zauważyć, że w jej portfelu znajdowała się również przedstawiona powyżej spółka Avtech Aviation [Bankier.pl, 2011].

Na debiut na NewConnect bez przeprowadzenia oferty sprzedaży nowych i istniejących akcji zdecydowali się zarządzający bułgarską spółką Intercapital Property Development (emitent specjalizuje się w budowie dużych kompleksów wakacyjnych i handlowych). W sierpniu 2010 r. spółka wprowadziła do obrotu na NewConnect akcje notowane od grudnia 2005 r. na rynku prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Sofii. W 2011 r. emitent planował przeprowadzić ofertę nowej emisji akcji i po podwyższeniu kapitału przenieść akcje do notowań na rynku głównym GPW [24finanse.pl, 2011]. Do chwili obecnej plany te nie zostały jednak zrealizowane.

Analizując obecność zagranicznych spółek na małym parkiecie z punktu widzenia inwestorów, warto zwrócić uwagę na pozytywną ocenę tych podmiotów przez rynek w dniu debiutu. W przypadku akcji siedmiu emitentów kurs zamknięcia w dniu debiutu był większy od ceny emisyjnej (tablica 2). Z kolei cena zamknięcia w pierwszym dniu notowań AerFinance nie uległa zmianie w stosunku do ceny emisyjnej, natomiast kurs akcji Avtech Aviation już pierwszego dnia obniżył się o 50%. Kolejne miesiące obecności w notowaniach nie przyniosły jednak dodatnich stóp zwrotu inwestorom posiadającym walory spółek zagranicznych. W przyjętych do analizy momentach pomiaru (1 miesiąc i 12 miesięcy od dnia debiutu oraz w dniu 30 kwietnia 2013 r.) rentowość akcji była ujemna i w większości przypadków gorsza od indeksu NCIndex⁷.

3. Komunikacja zagranicznych emitentów z inwestorami

Jednym z obowiązków spółek notowanych na rynkach giełdowych jest konieczność przekazywania do wiadomości publicznej informacji bieżących i okresowych. Wskazane jest także, aby spółka po debiucie utrzymywała relacje z inwestorami m.in. poprzez organizowanie spotkań z inwestorami, analitykami, mediami finansowymi czy też prowadzenie

⁷ NCIndex jest indeksem dochodowym i obejmuje wszystkie spółki notowane na NewConnect. Datą bazową indeksu jest 30 sierpnia 2007 r., a jego pierwsza wartość wynosiła 100 pkt. W dniu 30 kwietnia 2013 r. osiągnął wartość 31,49 pkt. [Biuletyn Statystyczny NewConnect, 2013].

aktywnej polityki informacyjnej wykorzystując w tym celu stronę internetową. Zaniedbanie relacji inwestorskich zmniejsza zainteresowanie inwestorów spółką, ograniczając płynność jej akcji oraz pogarszając jej wycenę.

W tablicy 4 zestawiono podstawowe informacji charakteryzujące zakres i sposoby komunikacji spółek zagranicznych z inwestorami. Wnioski płynące z analizy przedstawionych danych nie są korzystne dla polskich inwestorów nieznających języka angielskiego. Spośród ośmiu notowanych obecnie spółek, dokument informacyjny w języku polskim przygotowało jedynie trzech emitentów. Z kolei informacje bieżące i okresowe w języku polskim publikują tylko dwie spółki: Orphee i AerFinance. Nieco lepiej wygląda dostęp do danych w języku polskim na stronach internetowych spółek – możliwe jest to w przypadku czterech emitentów. Zakres informacji umieszczanych na stronach również pozwala uznać, że większość zagranicznych emitentów nie dba o prawidłowe i rzetelne relacje inwestorskie. Najgorszym przykładem jest spółka Twigonet Europe, która w zakładce „relacje inwestorskie” umieściła jedynie informacje o wyznaczeniu pierwszego dnia notowania na NewConnect. Z kolei relacje inwestorskie Intercapital Property Development ograniczają się do prezentacji notowań walorów spółki oraz zestawu linków do stron internetowych różnych instytucji polskiego i bułgarskiego rynku kapitałowego. Dobrym przykładem są natomiast strony AerFinance, Agroliga Group, iCom Vision, BGS Energy oraz Phoenix Energy, zawierające szczegółowe prezentacje spółek, ich działalności, władz, informacje o walnych zgromadzeniach akcjonariuszy, raporty bieżące i okresowe publikowane przez spółki w systemie ESPI i EBI, itd. Jeśli chodzi o możliwość kontaktu inwestorów ze spółkami, na każdej stronie można znaleźć dane kontaktowe, jednak w przypadku AerFinance i Phoenix Energy podane zostały jedynie adresy e-mail. Pozostałe spółki wskazały osoby odpowiedzialne za kontakty z inwestorami wraz z podaniem numerów telefonów oraz bezpośrednich adresów e-mail. Warto wyróżnić spółkę Orphee, ponieważ jako jedyna wyznaczyła do kontaktów z inwestorami Polaków. W pozostałych przypadkach komunikacja ze spółkami być ograniczony ze względu na barierę językową.

Zakończenie

W okresie niespełna 6 lat funkcjonowania NewConnect na rynku tym zadebiutowało 9 spółek mających siedzibę poza Polską. W porównaniu z 470 krajowymi debiutantami nie jest to wynik, który można uznać za za-

dowalający, szczególnie że organizator ustalił jednakowe kryteria dostępu oraz uczestnictwa dla podmiotów zagranicznych i krajowych. Analizując obecność spółek zagranicznych z punktu widzenia inwestorów, zauważalna jest pogarszająca się ocena emitentów po debiucie. Może to wynikać z niedostatecznej wiedzy inwestorów o sytuacji spółek, ich planach, strategiach, bieżącej działalności, co jest konsekwencją braku dbałości emitentów o zapewnienie wysokiej jakości relacji inwestorskich.

Literatura

1. *Bułgarski deweloper coraz bliżej GPW*, <http://24finanse.pl/2011/01/bulgarski-deweloper-coraz-blizej-gpw>, dostęp dnia 10.05.2013.
2. Arcot S., Black J., Owen G. (2007), *From local to global, The rise of AIM as a stock market for growing companies*, The London School of Economics and Political Science, London.
3. *Dziś pierwszy dzień notowań AerFinance Plc*, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Dzis-pierwszy-dzien-notowan-AerFinance-Plc-2335585.html>, dostęp dnia 10.05.2013.
4. *Biuletyn Statystyczny NewConnect*, kwiecień 2013, http://www.newconnect.pl/pub/statystyki_miesieczne/201304_NC.pdf, dostęp dnia 10.05.2013.
5. Chronowska E. (2012), *Nowe segmenty na NewConnect*, http://www.ncbiuletyn.pl/czytaj/1306_nowe_segmeny_na_newconnect.html, dostęp dnia 15.02.2013.
6. Dzierżanowski J. (2012), *Bankructwo Avtech – kto poniesie odpowiedzialność za straty akcjonariuszy?*, eBiuletyn NewConnect 1/2012, <http://www.ncbiuletyn.pl>, dostęp dnia 2.04.2013.
7. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (2013), *Reforma NewConnect zmiany w Regulaminie ASO*, Briefing Prasowy GPW, 29 kwietnia 2013 r., http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/prezentacje/prezentacja_zmiany_NC.pdf, dostęp dnia 30.04.2013.
8. Mosionek-Schweda M. (2011), *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*, red. A. Balcerzak, M. Moszyński, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne Oddział w Toruniu, Toruń.

9. Mosionek-Schweda M. (2013), *Giełdowy rynek alternatywny jako źródło pozyskiwania kapitału w warunkach niepewności na rynkach finansowych*, [w:] *Zarządzanie finansami, Finanse publiczne, instrumenty rynku finansowego*, red. D. Zarzecki, WN Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
10. Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu, wraz z załącznikami, w brzmieniu przyjętym Uchwałą nr 147/2007 Zarządu Giełdy z dnia 1 marca 2007 r., z późn. zm. (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 15 kwietnia 2013 r.).
11. Sudak I. (2012), *Giełda bierze się za patologie na rynku NewConnect*, <http://wyborcza.biz/Gieldy/2029020,114507,12033632.html>, dostęp dnia 15.02.2013.
12. The London Gazette (2011), *Petitions to Wind Up (Companies)*, <http://www.london-gazette.co.uk/issues/59775>, dostęp dnia 2.04.2013.
13. Uchwała nr 175/2013 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 13 lutego 2013 r. w sprawie zmiany Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu.
14. Uchwała nr 2/2012 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 2 stycznia 2012 r. w sprawie wykluczenia akcji spółki Avtech Aviation & Engineering PLC z obrotu w alternatywnym systemie na rynku NewConnect.
15. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz. U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538, z późn. zm.

Streszczenie

Utworzony w sierpniu 2007 r. przez warszawską giełdę rynek NewConnect (zwany również „małym parkietem”) przeznaczony jest, podobnie jak rynek główny, do obrotu papierami udziałowymi. Jest to rynek nieregulowany, działający w formule alternatywnego systemu obrotu obok głównego parkietu GPW S.A. Zgodnie z założeniami organizatora, NewConnect ma być źródłem finansowania rozwoju spółek, szczególnie należących do sektora małych i średnich przedsiębiorstw, charakteryzujących się krótką historią działania, reprezentujących innowacyjne branże, z dużymi perspektywami rozwoju i transferu w przyszłości na główny rynek giełdy. Tak określony profil emitentów oznaczał konieczność ograniczenia do minimum wymogów wobec debiutantów oraz notowanych spółek.

NewConnect jest również dostępny dla spółek zagranicznych. Chociaż kryteria dostępu oraz warunki uczestnictwa w notowaniach dla podmiotów posiadających siedzibę poza Polską są takie same, jak w przypadku krajowych emitentów, rynek ten nie cieszy się jednak dużym zainteresowaniem wśród spółek zagranicznych. Według danych z 15 maja 2013 r., na parkiecie NewConnect noto-

wano walory jedynie 8 emitentów zagranicznych. Najliczniej reprezentowanym krajem są Czechy (4 spółki). Pozostali emitenci pochodzą z Ukrainy, Bułgarii, Szwajcarii oraz Wielkiej Brytanii.

Celem artykułu jest analiza aktywności zagranicznych emitentów na NewConnect, wartości pozyskanych przez nich kapitałów oraz wysokości stóp zwrotu osiąganych przez inwestorów z tytułu inwestycji w akcje tych spółek. Dokonano także przeglądu sposobów komunikacji spółek zagranicznych z inwestorami. W przeprowadzonych analizach wykorzystano statystyki rynku NewConnect publikowane przez GPW S.A., dane o przeprowadzonych ofertach i debiutach oraz strony internetowe badanych spółek.

Słowa kluczowe

NewConnect, alternatywny system obrotu, zagraniczni emitenci

The activity of foreign issuers on the alternative share market of the Warsaw Stock Exchange (Summary)

Formed in August 2007 by the Warsaw Stock Exchange, NewConnect is intended for equity securities. It is a non-regulated market operating on the formula of the alternative trading system next to the main trading floor of the Warsaw Stock Exchange. According to the organizer, NewConnect is to be a source of financing for the development of companies of a relatively short activity record, particularly those belonging to the small and medium-sized enterprises sector representing innovative industries, with good growth prospects for the future transfer to the main market of the stock exchange. The issuer profile thus specified determines the minimization of the requirements for débutantes and listed companies.

NewConnect is also accessible for foreign companies. Despite the same access criteria and the conditions for listing participation for entities based outside Poland as for domestic issuers, the market does not court popularity among foreign companies. According to the data of 15 May 2013, NewConnect recorded values of only eight foreign issuers. Among these, the most widely represented country is the Czech Republic (4 companies). Other issuers are from Ukraine, Bulgaria, Switzerland and the United Kingdom.

This article analyses the activities of foreign issuers on NewConnect, their capital accumulation and the rates of return earned by investment in the shares of these companies, as well as reviews the methods of communication between the investors and the foreign companies. The analysis utilizes the statistics published by the WSE, the data on the conducted offers and débuts, and the websites of the surveyed companies.

Keywords

NewConnect, alternative trading system, foreign issuers

