



UNIWERSYTET EKONOMICZNY
W POZNANIU

Dariusz Zawadka

**ALTERNATYWNE SYSTEMY OBROTU
JAKO INSTYTUCJE NIWELUJĄCE LUKEŃ NA
RYNKU KAPITAŁOWYM**

Rozprawa doktorska

Promotor:

dr hab. Maciej Stradomski

Poznań 2012

SPIS TREŚCI:

SPIS TREŚCI:	3
WPROWADZENIE	6
ROZDZIAŁ 1. ALTERNATYWNY RYNEK PUBLICZNY	12
1.1. Alternatywne systemy obrotu w Europie	15
1.1.1. Funkcje rynków kapitałowych.....	24
1.1.2. Znaczenie alternatywnych systemów obrotu w gospodarce.....	26
1.1.3. Rozmiar rynków.....	29
1.1.4. Rozwiązania regulacyjne.....	33
1.1.5. Ład korporacyjny.....	36
1.2. Historia rynku NewConnect	45
1.3. Pozyskiwanie kapitału poprzez alternatywne systemy obrotu	47
1.3.1. Warunki dopuszczenia akcji do obrotu w ramach europejskich alternatywnych systemów obrotu	48
1.3.2. Proces upublicznienia	54
1.3.3. Wymogi informacyjne.....	57
1.3.4. Regulacje i nadzór nad obrotem	61
1.4. Założenia teorii efektywności rynków a alternatywne systemy obrotu	63
1.4.1. Rodzaje i formy efektywności	64
1.4.2. Alternatywne systemy obrotu jako rynki nieefektywne	67
1.5. Grupy interesariuszy na alternatywnych systemach obrotu	70
ROZDZIAŁ 2. MOTYWY OPERATORÓW GIELDOWYCH	72
2.1. Rynki alternatywne jako uzupełnienie oferty produktowej giełd kapitałowych	72
2.2. Zmiany i trendy na rynku organizatorów obrotu kapitałowego	75
2.3. Organizacja rynku NewConnect	76
2.4. Zasady funkcjonowania rynku alternatywnego	79
2.5. Infrastruktura i instytucje rynku NewConnect	81
2.6. Metody i system notowań	84
2.7. Charakterystyka emitentów na rynku NewConnect	86

2.8.	Alternatywne systemy obrotu a rynek regulowany	89
2.8.1.	Rynek NewConnect jako narzędzie realizacji celów strategicznych Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie.....	89
2.8.2.	Charakterystyka nowych grup inwestorów	94
2.8.3.	Alternatywne systemy obrotu jako źródło pozyskiwania emitentów na rynku podstawowym	96
2.8.4.	Wielkość alternatywnych systemów obrotu względem rodzimych rynków podstawowych.....	100
2.8.5.	Efekt kanibalizmu	102
2.9.	Korzyści Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie z utworzenia rynku NewConnect.....	104
ROZDZIAŁ 3. MOTYWY INWESTORÓW		111
3.1.	Specyfika inwestorów na rynku NewConnect	111
3.2.	Niepubliczne fundusze kapitałowe na rynku NewConnect	116
3.3.	Źródła zysków inwestorów na rynku NewConnect.....	120
3.4.	Alternatywne systemy obrotu jako narzędzie niwelacji niedoskonałości rynkowych .	122
3.5.	Stopy zwrotu i ryzyko na rynku NewConnect.....	123
3.5.1.	Ogólna charakterystyka stóp zwrotu z inwestycji na rynku pierwotnym	124
3.5.2.	Stopy zwrotu z akcji zakupionych w ramach ofert rynku pierwotnego w pierwszym dniu notowania	128
3.5.3.	Stopy zwrotu na rynku wtórnym	136
3.6.	Ryzyko na rynku NewConnect	137
3.6.1.	Ryzyko na rynku akcji.....	138
3.6.2.	Ocena ryzyka na rynku NewConnect względem rynku podstawowego.....	140
3.7.	Inwestycje we wczesnych fazach rozwoju - samodzielne v. poprzez fundusze VC/PE.....	145
ROZDZIAŁ 4. ALTERNATYWNE SYSTEMY OBROTU JAKO KANAŁ POZYSKIWANIA KAPITAŁU PODWYŻSZONEGO RYZYKA		148
4.1.	Zapotrzebowanie na kapitał w małych i średnich przedsiębiorstwach we wczesnej fazie rozwoju.....	148
4.1.1.	Cele przedsiębiorstwa w świetle teorii finansów.....	151

4.1.2.	Rynkowy cykl życia przedsiębiorstw	153
4.1.3.	Cechy i specyfika analizowanych przedsiębiorstw	157
4.1.4.	Definicja luki kapitałowej	160
4.1.5.	Geneza kapitału wysokiego ryzyka	163
4.1.6.	Kolejność źródeł finansowania a kapitał wysokiego ryzyka	164
4.2.	Rynek kapitału podwyższonego ryzyka	165
4.2.1.	Alternatywny względem ASO kapitał podwyższonego ryzyka	167
4.2.1.1.	Instytucje Aniołów Biznesu	168
4.2.1.2.	Fundusze podwyższonego ryzyka <i>Venture Capital</i>	169
4.3.	Wybór metody pozyskania kapitału podwyższonego ryzyka	173
4.3.1.	Przesłanki upublicznienia firmy i finansowania poprzez alternatywne systemy obrotu	173
4.3.2.	Pozafinansowe koszty i korzyści z emisji akcji w ramach alternatywnych systemów obrotu na tle finansowania przedsiębiorstw kapitałem z funduszy podwyższonego ryzyka	179
4.3.3.	Czynniki endo- i egzogeniczne determinujące wybór pomiędzy kapitałem z alternatywnego systemu obrotu a funduszem <i>Venture Capital</i>	183
4.3.4.	NewConnect a finansowanie przedsiębiorstw	186
ROZDZIAŁ 5. DETERMINANTY ROZWOJU ALTERNATYWNYCH SYSTEMÓW OBROTU		190
5.1.	Silne i słabe strony alternatywnych systemów obrotu	190
5.2.	Analiza scenariuszy rozwoju rynku NewConnect	198
5.3.	Rekomendowane działania i czynniki rozwoju alternatywnych systemów obrotu	202
ZAKOŃCZENIE		208
BIBLIOGRAFIA		212
SPIS RYSUNKÓW		235
SPIS TABEL		238

WPROWADZENIE

W Europie pierwsze publiczne rynki kapitałowe dedykowane małym i średnim przedsiębiorstwom powstały w połowie lat 90. XX-ego wieku. Wśród nich był m.in. rynek wspierany przez NASDAQ. Większość z tych rynków nie przetrwała do dzisiaj. W ostatnich latach można zaobserwować ponowny dynamiczny rozwój alternatywnych systemów obrotu (ASO) tworzonych przez europejskie giełdy kapitałowe. Te instytucje poszerzają kompetencje publicznych rynków kapitałowych o kapitał podwyższonego ryzyka. Intencją ASO jest organizacja obrotu akcjami małych i średnich przedsiębiorstw na wczesnym etapie cyklu życia. Z uwagi jednak na pojemną strukturę, te rynki umożliwiają upublicznienie podmiotom niespełniającym wymogów rynków regulowanych w praktyce.

ASO rozszerzają kompetencje rynków publicznych na nowy ryzykowny obszar rynków kapitałowych. Utworzenie alternatywnych rynków może mieć istotny wpływ na niwelację luki kapitałowej w obszarze finansowania przedsiębiorstw sektora MSP. ASO funkcjonujące na granicy rynku publicznego i *venture capital* może stanowić konkurencję wobec dotychczasowych uczestników rynku. Rodzą się pytania: czy wszyscy interesariusze będą skłonni rozwijać ASO? Czy w interesie dotychczasowych uczestników rynku jest utworzenie nowej formuły pozwalającej na pozyskanie kapitału przez przedsiębiorstwa oraz umożliwiającej inwestorom ekspozycję na rynek kapitału podwyższonego ryzyka? **Niniejsza praca stanowi próbę zbadania zasadności tworzenia nowej struktury na rynku kapitałowym poprzez analizę motywów poszczególnych kluczowych grup interesariuszy.** Jednocześnie praca ma na celu wypełnienie luki w literaturze przedmiotu istotnej z punktu widzenia praktyki i nauki o finansach.

Rozwój ASO może skutkować istotnymi zmianami na rynku kapitału podwyższonego ryzyka, których konsekwencje mogą odczuć dotychczasowi uczestnicy. Poruszane w pracy problemy mają duże znaczenie dla inwestorów — zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych oraz dla przedsiębiorstw charakteryzujących się zapotrzebowaniem na kapitał wysokiego ryzyka. W opinii autora niniejsza praca powinna być traktowana jako wstęp do dalszych badań nad uwarunkowaniami inwestycji na publicznym rynku kapitału podwyższonego ryzyka, a także nad wyborem metody

pozyskiwania kapitału przez małe i średnie przedsiębiorstwa we wczesnej fazie cyklu życia.

Pytania, jakie stawia praca w obliczu zmian na rynkach kapitałowych, nabierają jeszcze większego znaczenia. Istotne jest, czy w dalszym ciągu rynki w sposób efektywny wspierają transfer oszczędności w inwestycje dokonywane przez przedsiębiorstwa? Przekłada się to na rozwój ich produktów, usług i badań, a w konsekwencji na wzrost konkurencyjności całej gospodarki. Praca ma na celu zbadanie przyczyn dynamicznego rozwoju ASO w Europie, a zwłaszcza w Polsce w ostatnich latach poprzez analizę motywów i uzyskiwanych korzyści przez poszczególne grupy interesariuszy. Istotnym obszarem analizy będzie weryfikacja, czy ASO wypełniło lukę kapitałową w obszarze finansowania małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnych fazach cyklu życia i zaspokoilo potrzeby wszystkich kluczowych grup interesariuszy oraz czy powstanie i rozwój alternatywnych rynków jest konkurencją dla już funkcjonujących instytucji rynku kapitałowego i przez to wymusi na nich zmianę funkcjonowania. Praca ma odpowiedzieć na pytanie, gdzie na tle istniejącej infrastruktury rynków kapitałowych znajdują się ASO oraz w którą stronę będą ewoluować.

Mając na uwadze dynamiczny wzrost liczby rynków małych i średnich przedsiębiorstw w połowie lat 90. XX-ego wieku oraz jej spadek na początku XXI-ego wieku, zasadne wydaje się pytanie - czy ASO tworzone w większości w latach 2004-2005 na trwałe wpiszą się w strukturę rynków kapitałowych, czy też rynki z uwagi na specyficzną charakterystykę nie będą w stanie w sposób efektywny wypełniać swojej funkcji w postaci alokacji zasobów?

Praca ma na celu ukazanie miejsca i roli ASO na rynku kapitałowym. Analizie zostanie poddana atrakcyjność ASO jako instytucji pośredniczącej w pozyskiwaniu finansowania.

Deskryptywnym celem pracy jest analiza obecnego stanu alternatywnych systemów obrotu i jego przyczyny, a zwłaszcza:

- analiza wielkości rynków ze względu na kapitalizację i liczbę emitentów oraz ich rozwój w czasie,
- analiza pozyskiwania finansowania wraz z debiutem na ASO,
- analiza wymogów informacyjnych,
- porównanie ASO względem rynku regulowanego w danym kraju,

- zmierzenie stóp zwrotu osiąganych na rynku oraz ryzyka towarzyszącego inwestycjom.

Badanie będzie dotyczyć motywów kluczowych grup interesariuszy ASO decydujących o istnieniu i powodzeniu tego typu instytucji. Celem normatywnym pracy będzie próba odpowiedzi na pytanie, czy potrzeby kluczowych grup interesariuszy wciąż będą zaspokajane w przyszłości? W pracy autor rozważa, jakie czynniki będą determinować korzyści uzyskiwane przez kluczowe grupy interesariuszy wpływające na wzrost ich zainteresowania alternatywnymi systemami obrotu. Ponadto praca wskaże obszary funkcjonowania rynków, które wymagają usprawnień, w celu budowy publicznych platform finansowania przedsiębiorstw z sektora MSP kapitałem wysokiego ryzyka. Zostaną poddane analizie przyszłe możliwe pozafinansowe korzyści i koszty ASO na tle kapitału pozyskanego bezpośrednio od funduszy podwyższonego ryzyka oraz możliwe scenariusze rozwoju ASO z uwzględnieniem czynników mikro- i makroekonomicznych. W oparciu o bieżące trendy i badania rynków europejskich zostanie sporządzona analiza scenariuszowa wskazująca prawdopodobne kierunki zmian w kształcie i wielkości polskiego ASO.

Realizacja założonych celów była związana z wysunięciem określonych hipotez badawczych. Hipoteza główna sformułowana została następująco: **ASO są niezbędnym suplementarnym elementem rynku kapitałowego, który poprzez komplementarną alokację kapitału zaspokaja potrzeby głównych grup interesariuszy tego rynku.**

Potwierdzenie lub odrzucenie hipotezy głównej wiązało się z koniecznością weryfikacji sześciu kluczowych hipotez częściowych:

1. ASO są komplementarnym kanałem dystrybucji kapitału podwyższonego ryzyka wypełniającym lukę na rynku kapitałowym.
2. ASO nie stanowią konkurencji dla rynków podstawowych (regulowanych), a jednocześnie pozwalają dywersyfikować ryzyko oraz źródła przychodów organizatorom rynków kapitałowych.
3. Dzięki ASO inwestorzy mają możliwość ekspozycji na ryzyko dotychczas niedostępne oraz szansę osiągnięcia ponadprzeciętnej stopy zwrotu.
4. ASO są kanałem, dzięki któremu inwestorzy mogą uczestniczyć w finansowaniu projektów na wczesnym etapie rozwoju.
5. ASO są alternatywną metodą pozyskania kapitału finansującego lukę kapitałową w małych i średnich przedsiębiorstwach we wczesnych fazach rozwoju, przy

czym kluczowym kryterium wyboru jednej z metod pozyskania kapitału są pozafinansowe korzyści i koszty.

6. Istnieje możliwość zdefiniowania kluczowych czynników mikro- i makroekonomicznych determinujących rozwój ASO.

Pracę rozpoczyna wprowadzenie zawierające uzasadnienie wyboru tematu rozprawy i sformułowanie problemu badawczego, cele pracy oraz hipotezy badawcze. Ponadto przedstawiono w nim metody i zakres badania. Treść pracy podzielono na pięć rozdziałów. **Rozdział pierwszy** zawiera definicje podstawowych pojęć związanych z alternatywnymi systemami obrotu. Opiszano w nim funkcjonujące w Europie rynki, dokonano ich charakterystyki i wyszczególniono specyficzne cechy odróżniające je od rynków regulowanych. Ponadto rozdział zawiera opis procesu upubliczniania emitentów oraz wymogi, jakim podlegają w ramach ASO. Rozdział przedstawia i porównuje regulacje przyjęte w procesie konstytuowania się ASO, które w konsekwencji wpływają na efektywność tych rynków. W tej części przedstawiono kluczowe grupy interesariuszy, z perspektywy których prowadzono dalsze rozważania nad motywami tworzenia ASO.

Rozdział drugi koncentruje się na perspektywie organizatorów alternatywnych systemów obrotu. Przedstawiono w nim korzyści i ryzyka wynikające z tworzenia ASO przez europejskie giełdy. Na przykładzie rynku NewConnect przeprowadzono weryfikację zasadności utworzenia tego rynku przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie poprzez analizę ASO jako narzędzia realizacji celów giełdy. Zbadano, jak utworzenie ASO wpłynęło na zwiększenie liczby inwestorów i emitentów na rynku oraz czy nie stanowi zagrożenia dla głównego produktu giełd europejskich, tj. dla rynków regulowanych.

Przedmiotem rozważań w **rozdziale trzecim** jest analiza korzyści dla inwestorów, z jakimi wiąże się tworzenie ASO. W przedmiotowej części pracy dokonano analizy struktury inwestorów na rynkach alternatywnych. Zweryfikowano uzyskiwane przez nich wyniki, a za pomocą narzędzi statystycznych, skwantyfikowano ryzyko rynku i porównano je z ryzykiem na rynku regulowanym. Rozdział ten odnosi wyniki uzyskane w toku badań do rezultatów badań przeprowadzanych na rynkach regulowanych oraz na zagranicznych alternatywnych systemach obrotu.

Rozdział czwarty skupia się na ocenie badanego zjawiska z perspektywy wyboru, przed jakim stają potencjalni emitenci. Dokonano w nim analizy dostępnych źródeł finansowania małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnych fazach cyklu życia.

Ukazano lukę kapitałową na rynkach w Europie i Polsce, a na jej tle przedstawiono oferty przeprowadzane w procesie upubliczniania przedsiębiorstw na ASO. Ponadto ukazano korzyści i koszty wynikające z finansowania poprzez publiczny kapitał podwyższonego ryzyka na tle finansowania za pomocą *Venture Capital*.

W **rozdziale piątym** zestawiono silne i słabe strony ASO jako uczestnika rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Przedstawiono analizę scenariuszową rozwoju alternatywnych systemów obrotu w trzech wariantach. Przeprowadzono rozważania nad dalszą ewolucją publicznych rynków kapitałowych w zakresie finansowania podwyższonego ryzyka. Rozdział zawiera polemikę nad potrzebnymi zmianami w zakresie struktury i kształtu alternatywnych systemów obrotu i wskazuje najistotniejsze czynniki endo- i egzogeniczne wpływające na rozwój ASO.

Podsumowaniem pracy jest **zakończenie** zawierające wnioski z przeprowadzonych badań i odpowiadające na postawione w hipotezie głównej pytanie o rolę i znaczenie alternatywnych systemów obrotu w strukturze rynków kapitałowych. Wskazano kierunki dalszych badań, które mogłyby przyczynić się do zgłębienia wiedzy w zakresie alternatywnych systemów obrotu oraz ich roli na rynku kapitału podwyższonego ryzyka.

Zakres przedmiotowy pracy stanowi analiza zjawiska powstawania alternatywnych systemów obrotu (ASO). Praca weryfikuje zasadność ich powstawania poprzez analizę motywów kluczowych grup interesariuszy i korzyści, jakie uzyskują dzięki zmianom na rynku kapitałowym. Ponadto praca obejmuje analizę zjawiska luki kapitałowej oraz finansowania małych i średnich firm we wczesnej fazie rozwoju. Praca zawiera opis genezy ASO na rynku podaży kapitału podwyższonego ryzyka i przedstawia proces jego pozyskiwania.

Analiza korzyści i kosztów związanych z uczestnictwem w funkcjonowaniu ASO została opracowana dla kluczowych trzech grup interesariuszy - organizatorów rynku, inwestorów i emitentów, bez których funkcjonowanie rynku byłoby niemożliwe. Prace podsumowują rozważania nad perspektywami ASO na rynku kapitału podwyższonego ryzyka.

Praca badawcza ma charakter teoretyczno-empiryczny. Rozważania teoretyczne dotyczą funkcjonowania rynków alternatywnych oraz procesu pozyskiwania kapitału przez emitentów na wspomnianych rynkach. Wykorzystywano przy tym dorobek literatury polskiej i światowej we wspomnianym zakresie. Autor dokonuje systematyzacji literatury dotyczącej alternatywnych systemów obrotu oraz pozyskiwania kapitału podwyższonego ryzyka. Badanie empiryczne dotyczyły pomiaru stóp zwrotu w pięciu

horyzontach dla inwestycji w ramach ofert pierwotnych i oceny ryzyka rynku alternatywnego z wykorzystaniem sześciu miar. W pracy przeprowadzono analizę poznawczą procesu pozyskiwania kapitału poprzez alternatywne systemy obrotu. Wykorzystano metodę porównawczą w zakresie analizy pozyskiwania finansowania podwyższonego ryzyka na rynku prywatnym od wyspecjalizowanych instytucji (Venture Capital) oraz na rynku publicznym (poprzez alternatywne systemy obrotu). Posłużono się analizą scenariuszową w zakresie oceny perspektyw rozwoju alternatywnych systemów obrotu.

W części opisowej zjawiska badaniem objęto wszystkie wiodące alternatywne rynki inwestycyjne w Europie, tj. 16 rynków alternatywnych, na których na koniec 2011 roku notowanych było ponad 2300 spółek o łącznej kapitalizacji przekraczającej 100 mld EUR. W części analitycznej praca opierała się na danych z polskiego rynku i uwzględniała 379 debiutów, z czego 357 towarzyszyło przeprowadzeniu oferty i pozyskanie kapitału na rozwój działalności na łączną kwotę 1,2 mld PLN.

Zakres czasowy zawiera okres od powstania pierwszego alternatywnego systemu obrotu (1995 roku - AIM) do 31.12.2011 roku. Badania przeprowadzone na polskim rynku NewConnect obejmują okres od jego utworzenia, tj. od 30 sierpnia 2007 roku do 31 grudnia 2011 roku.

Na potrzeby pracy wykorzystano literaturę polską i zagraniczną. Teksty źródłowe objęły: krajowe i zagraniczne pozycje książkowe, artykuły w periodykach krajowych i zagranicznych, materiały konferencyjne, *working papers*, artykuły prasowe, jak również inne opracowania i analizy. Przeprowadzone badanie wykorzystuje i odwołuje się do dotychczasowego dorobku publikacji autora z zakresu finansowania przedsiębiorstw kapitałem podwyższonego ryzyka oraz pozyskiwania kapitału z rynków publicznych.

Źródła danych wykorzystane w badaniach empirycznych przeprowadzonych w ramach niniejszej pracy stanowią: dotychczasowe badania naukowe, specjalistyczne bazy danych prowadzone przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., serwis GPWInfostrefa.

ROZDZIAŁ 1. ALTERNATYWNY RYNEK PUBLICZNY

Ostatnie dekady przyniosły wiele zmian na rynkach kapitałowych całego świata. Ewoluuowały zarówno instrumenty finansowe i inwestorzy, a także instytucje zapewniające koncentrację popytu i podaży poprzez organizację obrotu. W tym okresie nastąpił też wyraźny wzrost skłonności do podejmowania ryzyka przez inwestorów w celu osiągnięcia jak najwyższych stóp zwrotu. Nie sposób także nie zauważyć wzrostu znaczenia rynków kapitałowych jako ogniwa w łańcuchu pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa. Zachodzące zmiany były zaczątkiem powstania innowacji o charakterze instytucjonalnym m.in. w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, w ślad za którymi podążały zmiany legislacyjne. Jedną z nich są relatywnie młode – zwłaszcza w Europie – alternatywne systemy obrotu.

Zgodnie z definicją alternatywne systemy obrotu (ang. *Alternative Trading Systems, ATS*) to organizowany przez firmę inwestycyjną lub spółkę prowadzącą rynek regulowany wielostronny system obrotu papierami wartościowymi lub instrumentami pieniężnymi dokonywany poza rynkiem regulowanym, zapewniający koncentrację popytu i podaży (Szczepankowski 2008, s. 90). Zgodnie z tak przyjętą definicją zakres instrumentów finansowych mogących znaleźć się w obrocie takich systemów jest bardzo szeroki. Przedmiotowa praca dotyczy tylko systemów obrotu akcjami i nie porusza problematyki szeroko pojętych rynków *ATS*, które z uwagi na swą różnorodność definiowane są znacznie ogólniej.

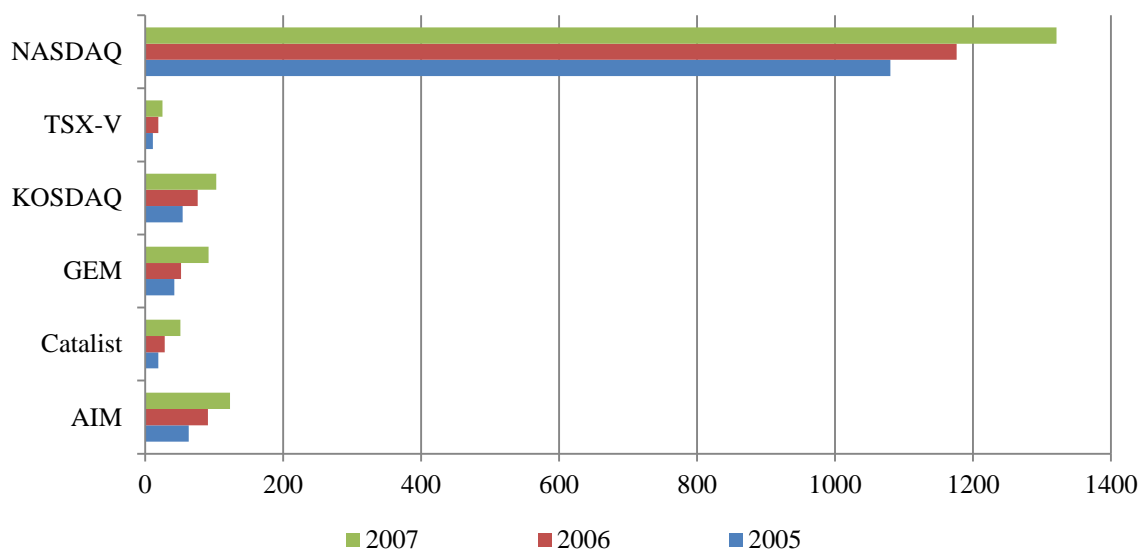
Zgodnie z Federation of European Securities Exchanges alternatywne rynki lub segmenty definiowane są jako te, które posiadają inne zasady i regulacje w stosunku do rynków głównych [FESE 2008]. Większość europejskich giełd posiada rynki lub segmenty alternatywne. W Europie wyjątkiem są giełdy na Węgrzech i w Bułgarii. Niektóre instytucje są właścicielami i operatorami kilku ASO różniących się instrumentami znajdującymi się w obrocie w ramach tych rynków (np. Wiener Borse) lub modelem biznesowym i zaspokajaniem różnych potrzeb (np. AIM Italia oraz Mercato Alternativo del Capitale).

Podstawowymi cechami odróżniającymi alternatywne systemy obrotu od rynków regulowanych są kryteria dopuszczenia do obrotu oraz wymogi informacyjne. Ponadto funkcje administracyjno-organizacyjne oraz nadzorcze w jednym i w drugim modelu

rynku sprawowane są przez różne podmioty. Wśród mniej restrykcyjnych kryteriów dopuszczenia do obrotu w ramach alternatywnych systemów obrotu (ASO) wymienić należy brak obowiązku sporządzania prospektu emisyjnego w określonych warunkach, brak ograniczeń lub mniejsze wymogi w zakresie minimalnej kapitalizacji oraz *free float*. W zakresie wymogów informacyjnych liberalna polityka informacyjna dotyczy zarówno raportów bieżących poprzez krótszy katalog wymaganych informacji, jak i raportów okresowych. Co więcej sankcje za niewypełnianie tych wymogów określa regulamin rynku, a nie ustawa bądź rozporządzenia, których nieprzestrzeganie może wiązać się także z odpowiedzialnością karną.

W niniejszej pracy analizie poddano europejskie alternatywne systemy obrotu akcjami z naciskiem na polski rynek NewConnect. W pracy pominięto inne światowe rynki tego typu z uwagi na ich odmienną specyfikę. Różnice te mogą wynikać na przykład z innej roli i znaczenia rynków kapitałowych w poszczególnych państwach. Na różnice w skali działalności oraz na odmiennie definicje mikroprzedsiębiorstw i spółek zaliczających się do sektora MSP, wskazują opracowania World Federation of Exchanges. Na rynkach obu Ameryk w 2011 roku zawarto transakcje na akcjach o wartości 33 447 miliardów USD, podczas gdy w EAME (*Europe, Africa, Middle East*) w tym samym czasie wartość tego typu transakcji wyniosła 11 799 miliardów USD [World Federation of Exchanges 2011]. Dysproporcja pomiędzy rynkami widoczna jest także w przypadku porównania ich kapitalizacji. Na rysunku numer 1 zaprezentowano łączną wartość rynkową przedsiębiorstw notowanych na Nasdaq – USA, TSX-V – Kanada, KOSDAQ – Korea Południowa, GEM – Chiny, Catalist – Singapur oraz AIM – Wielka Brytania.

Rysunek 1. Średnia kapitalizacja przedsiębiorstwa notowanego na wybranych alternatywnych systemach obrotu w mln USD



Źródło: GrantThorton [2008].

W USA rynkiem alternatywnym jest NASDAQ, który jest zgoła odmienny od europejskich odpowiedników. Wystarczy porównać wymogi stawiane emitentom by dostrzec, że w Europie nawet rynki podstawowe nie są tak restrykcyjne wobec przyszłych emitentów.

Region EAME cechuje się znacznie wyższym udziałem publicznych¹ mikroprzedsiębiorstw² w stosunku do wszystkich notowanych podmiotów, co przedstawia tabela numer 1.

Tabela 1. Udział publicznych mikroprzedsiębiorstw w podmiotach notowanych w 2010 roku

Wyszczególnienie	Liczba publicznych mikroprzedsiębiorstw	Liczba publicznych przedsiębiorstw	Udział mikroprzedsiębiorstw
Ameryka	3 838	10 833	35%
EAME	3 888	8 267	47%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Naacke i Gallai [2011].

¹ Przez publiczne przedsiębiorstwa rozumie się te, w których choć jedna akcja jest zdematerializowana i jest przedmiotem obrotu na publicznym rynku papierów wartościowych.

² Zgodnie z badaniami World Federation of Exchanges przeprowadzonymi przez Naacke i Gallai (2011) jako mikroprzedsiębiorstwo zdefiniowano firmę o kapitalizacji poniżej 65 milionów USD.

Zróznicowane są także regulacje prawne. Większość europejskich ASO zgodnie z prawem wewnątrzspółnotowym Unii Europejskiej funkcjonuje jako wielostronne platformy obrotu - MTF (ang. *multilateral trading facility*), których definicja wynika z europejskich dyrektyw i rozporządzeń [Dyrektywa 2004/39/WE 2004; Dyrektywa Komisji 2006/73/WE 2006; Rozporządzenie Komisji WE NR 1287/2006 2006]. Także moment powstania tych rynków dzieli długi okres. Podczas, gdy początki NASDAQ sięgają 1971 roku, kiedy to powstała platforma do obrotu akcjami na rynku pozagiełdowym, europejskie rynki mają znacznie krótszą historię. Pierwszy z nich, Alternative Investment Market działający przy London Stock Exchange, powstał w 1995 roku. Fala powstawania alternatywnych rynków dotarła także do Azji. Na początku 2009 roku uruchomiono rynek Tokyo AIM w ramach joint venture Tokyo Stock Exchange i London Stock Exchange. Utworzenie ASO w Japonii było możliwe dzięki zmianom w Japanese Financial Instruments and Exchange Act dokonanym w 2008 roku [Tokyo AIM 2011]. Wcześniej w Azji istniały takie rynki, jak Singapurski Catalist (wcześniej zwany SESDAQ), koreański KOSDAQ czy GEM w Hong Kongu. Także w Afryce istnieją rynki dedykowane mniejszym i bardziej ryzykownym przedsiębiorstwom, których przykładem jest AltX zorganizowany przez Johannesburgską giełdę. Zgodnie z raportem przeprowadzonym przez firmę GrantThorton w 2008 roku na świecie było 41 rynków (18 w Europie, 15 w Azji i Pacyfiku, 3 w Afryce i 5 w obu Amerykach) dla młodych, małych i dynamicznie rozwijających się przedsiębiorstw [GrantThorton 2008, s. 3]. Raport ten uwzględniał jednak tylko te rynki, które istniały minimum 4 lata i na których notowanych było przynajmniej 150 podmiotów o łącznej kapitalizacji przekraczającej 2 miliardy USD. Zestawienie pomija zatem wiele tego typu rynków utworzonych po 2004 roku.

1.1. Alternatywne systemy obrotu w Europie

W Europie rynki dedykowane dla sektora MSP funkcjonują w oparciu o dwie formy prawne. Mniejszą część stanowią wydzielone segmenty rynków regulowanych (np. cypryjski Alternative), co nie wyróżnia ich w istotny sposób na tle regularnych rynków regulowanych. Większość działa jako wielostronne platformy obrotu. To właśnie te rynki zostały poddane szczegółowej analizie w niniejszej pracy. W dalszej części pracy wspomniane wyżej rynki nazywane będą alternatywnymi systemami obrotu (ASO). MTF zgodnie z definicją to 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 regułami innymi niż uznaniowe – w sposób skutkujący zawarciem kontraktu [Dyrektywa 2004/39/WE]. Jako MTF działa większość europejskich rynków alternatywnych.

Polska ustawa o obrocie, jako alternatywny system obrotu, definiuje „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; nie stanowi alternatywnego systemu obrotu rynek organizowany przez Narodowy Bank Polski, jak również organy publiczne, którym powierzono zarządzanie długiem publicznym lub które uczestniczą w takim zarządzaniu, w tym lokując środki pochodzące z tego długu” [Ustawa z dnia 29 lipca 2005].

Z kolei zgodnie z definicją Komisji Nadzoru Finansowego alternatywny system obrotu to „odrębny od rynku regulowanego system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami” [KNF 2011].

Nie oznacza to jednak, że do momentu wprowadzenia MiFID (ang. *Markets in Financial Instruments Directive*)³ i regulacji z nim związanych nie funkcjonowały rynki dedykowane dla małych i średnich przedsiębiorstw. Wśród nich są takie, które działają do dzisiaj, jak np. AIM, ale także wiele takich, które nie przetrwały próby czasu, jak np. Neuer Markt. Funkcjonowanie tych rynków doprowadziło w głównej mierze do zmian legislacyjnych dopasowanych do specyfiki i potrzeb rynku. W niniejszej pracy analizie poddano funkcjonujące aktualnie alternatywne systemy obrotu. Odstąpiono od badania liberalnych segmentów rynków regulowanych dedykowanych dla mniejszych przedsiębiorstw z uwagi na odmienną specyfikę regulacyjną w stosunku do MTF.

Na potrzeby niniejszej pracy przyjęto definicję ASO jako rynek akcji dedykowany dla małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnych fazach cyklu życia, działający w ramach Unii Europejskiej jako MTF, którego organizatorem i nadzorcą jednocześnie jest operator giełdy kapitałowej. System ten charakteryzuje istotna rola certyfikowanego doradcy, relatywnie łatwy dostęp do rynku dla potencjalnych emitentów oraz liberalna

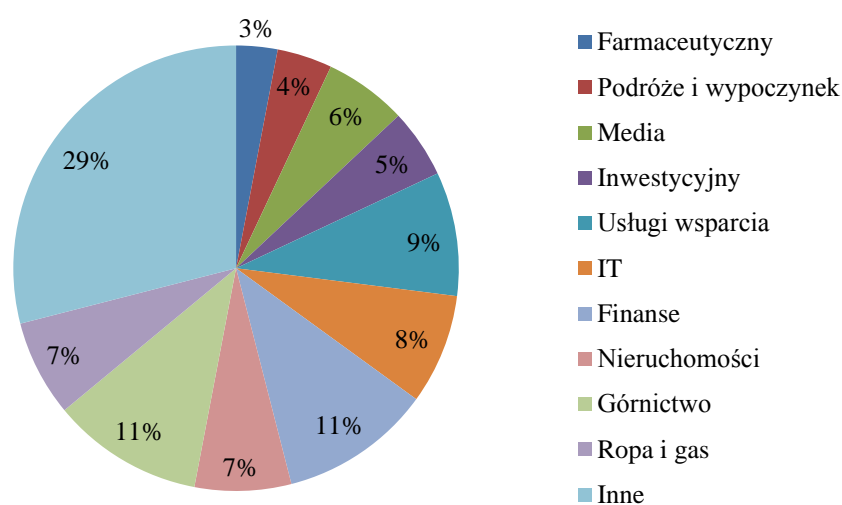
³ Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych. W Polsce dostosowanie do MiFID nastąpiło m.in. poprzez Ustawę z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. z 2009 r., Nr 165, Poz. 1316).

polityka informacyjna. W takiej formie należy rozumieć definicję używanego w dalszej części pracy pojęcia alternatywnych systemów obrotu (ASO). Praca pomija kwestie funkcjonowania platform obrotu płynnymi akcjami europejskimi, do których zaliczyć można m.in. Chi-X Europe, Turquoise i BATS Europe oraz platformy obrotu dedykowane brokerom i klientom instytucjonalnym (and. *dark liquidity pools*) takie jak ITG POSIT czy Liquidnet Europe.

a) Alternative Investment Market (Wielka Brytania)

Najbardziej rozwiniętym alternatywnym rynkiem na Starym Kontynencie jest londyński AIM. Funkcjonuje on od 1995 roku i od tego czasu ponad trzy tysiące sto przedsiębiorstw z całego świata pozyskało kapitał i upubliczniło się poprzez ten rynek. W październiku 2004 roku AIM stał się rynkiem MTF, którego organizatorem i bezpośrednim nadzorcą jest London Stock Exchange. W okresie 15 lat działalności przedsiębiorstwa pozyskały w drodze nowych emisji około 67 miliardów funtów. AIM został stworzony z myślą o małych przedsiębiorstwach na wczesnym etapie rozwoju, wspieranych przez fundusze *venture capital* i poszukujących kapitału na rozwój. Brakuje wymogów wobec emitentów w zakresie minimalnej kapitalizacji i minimalnego *free float*. Procedura debiutu jest znacznie prostsza od upublicznienia na rynku podstawowym. Kluczową rolę w działaniu rynku odgrywają zatwierdzani przez organizatora rynku doradcy (NOMAD, ang. *nominated adviser*). Ich zadanie polega na selekcji i wspieraniu emitentów w zakresie wypełniania obowiązków spółek publicznych.

Rysunek 2. Liczba emitentów w ramach głównych sektorów na rynku AIM



Źródło: Statystyki London Stock Exchange[2010].

AIM publikuje trzy główne indeksy: FTSE AIM All-Share, FTSE AIM 100, FTSE AIM UK 50 oraz 18 subindeksów sektorowych. Londyńskie ASO umożliwia wykorzystanie korzyści podatkowych w formie zwolnienia z podatku od zysków kapitałowych darowizn w postaci akcji notowanych na AIM. Ponadto istniejący Enterprise Investment Scheme (EIS) umożliwia osobom fizycznym skorzystanie z ulgi w podatku dochodowym. Każdy inwestor, który zainwestuje do 500 000 funtów w roku podatkowym w nową emisję akcji spółki z AIM i nie sprzeda ich przez 3 lata, skorzysta z ulgi w podatku dochodowym w wysokości 20% zainwestowanych środków [London Stock Exchange 2009, s. 4]. Analogiczny program przygotowano dla inwestorów instytucjonalnych. Powyższe działania mogły mieć istotny wpływ na dynamiczny rozwój rynku. Sukces rynku sprawił, że AIM stał się wzorem dla tworzonych później rynków alternatywnych [Kordela 2010, s. 214].

b) Entry Standard (Niemcy)

Niemiecki rynek alternatywny powstał przy Deutsche Börse w październiku 2005 roku. Rynek ten skierowany jest do wszystkich podmiotów, dla których wymagania rynku regulowanego są zbyt wysokie. Entry Standard nie jest ukierunkowany na konkretne branże, a wobec emitentów nie ma wymogów ani minimalnej wielkości ani udokumentowania historii przedsiębiorstwa. W Niemczech kilka miesięcy wcześniej powstał inny tego typu rynek dedykowany małym i średnim przedsiębiorstwom – „M:access” prowadzony przez giełdę w Monachium.

Podobnie jak w przypadku AIM, istotną dla funkcjonowania rynku jest rola uprawnionych doradców (Partnerów). Bez udziału uprawnionego podmiotu nie jest możliwe przeprowadzenie procesu upublicznienia.

Rynek wykorzystuje platformę Xetra, która za sprawą około 250 członków pozwala na pozyskanie kapitału od inwestorów z 18 krajów na świecie [Deutsche Börse 2009]. Organizator rynku publikuje dwa podstawowe indeksy: Entry Standard Index, w skład którego wchodzi młode, ale już ukształtowane przedsiębiorstwa i Entry All Share, uwzględniający wszystkie podmioty notowane na rynku.

c) Enterprise Securities Market (Irlandia)

Enterprise Securities Market jest rynkiem stworzonym przez irlandzką giełdę papierów wartościowych (Irish Stock Exchange) dedykowanym dla małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju. Podobnie jak w przypadku niemieckiego ASO, handel akcjami odbywa się w oparciu o system informatyczny Xetra.

Kluczową rolę na rynku ESM odgrywają uprawnieni doradcy, którzy: decydują wg swojego uznania o gotowości przyszłego emitenta do upublicznienia w ramach ASO, pośredniczą w kontaktach między emitentami a organizatorem rynku, koordynują proces upublicznienia, pomagają w przygotowaniu wymaganych dokumentów informacyjnych, a po debiucie nadzorują i pomagają w wypełnianiu obowiązków, jakie nakłada regulamin rynku i zasady ładu korporacyjnego.

d) NYSE Alternext (Holandia)

Operatorem rynku Alternext wchodzącego w skład NYSE Euronext jest Euronext Amsterdam N.V. Holenderskie ASO powstało w maju 2005 roku. Akcje notowane są w systemie notowań ciągłych (dla spółek płynnych, tj. takich, na których akcjach w ciągu roku przeprowadzanych jest ponad 2,5 tys. transakcji) oraz w systemie notowań jednolitych z jednym fixingiem o godzinie 15:30 (CET). Obligatoryjni doradcy odpowiadający za przyszłych emitentów noszą nazwę „*Listing Sponsor*”. Na licencji Nyse Alternext działają rynki w Amsterdamie, Paryżu, Brukseli i Lizbonie.

Jak pokazuje praktyka, rynek Alternext nie znajduje emitentów wśród firm młodych. Tylko 4% z notowanych na tym rynku spółek funkcjonuje krócej niż 5 lat, a aż 14% może pochwalić się ponad dwudziestoletnią historią [Szczepankowski 2008, s. 92]. Takie dane dowodzą, że pomimo koncentracji na grupie młodszych przedsiębiorstw, ASO stanowi konkurencyjną ofertę także dla podmiotów w późniejszych fazach rozwoju. Wynik ten może być zamierzonym działaniem oraz zaplanowaną strategią Euronext, który (poza Alternext) jest także operatorem Free Market, na którym notowane są mniejsze podmioty.

e) Free Market (Belgia, Francja)

Free Market to jeden z wielu rynków prowadzonych przez Euronext w Paryżu i Brukseli. W Paryżu, gdzie notowana jest większość przedsiębiorstw, powstał w 1996 roku (Marche Libre), a w Brukseli w 2004 roku. Podobnie jak NYSE Alternext, rynek ten prowadzony jest jako MTF. Notowania odbywają się tylko w trybie jednolitych notowań z jednym fixingiem. Wspomniany rynek, z uwagi na liberalne wymogi względem emitentów i polityki informacyjnej jest dedykowany wszystkim przedsiębiorstwom niezależnie od ich wielkości, wyników historycznych, dojrzałości i branży, w której działają. Pomimo tych wymogów, średnia wieku emitentów w procesie IPO wynosi 10,5 roku. Free Market nie ma żadnych minimalnych limitów dla *free float* i kapitalizacji. Spółki nie muszą publikować sprawozdań według międzynarodowych zasad rachunkowości. Co więcej, publikowane sprawozdania nie muszą być badane przez biegłego rewidenta. Nie ma także wyznaczonych dla akcjonariuszy żadnych progów,

w przypadku których przekroczenie skutkowałoby obowiązkowym poinformowaniem uczestników rynku o zmianie stanu posiadania akcji.

f) Nasdaq OMX First North (Szwecja)

First North to rynek alternatywny dedykowany dla przedsiębiorstw z krajów nadbałtyckich i północnoeuropejskich. Jako MTF działa od początku wejścia w życie MiFID, tj. od 2007 roku. Wykorzystuje architekturę i infrastrukturę NASDAQ OMX Nordic. Wymogi informacyjne na tym rynku są zbliżone do obowiązków spółek notowanych na rynku regulowanym NASDAQ OMX, przez co nie są tak liberalne jak na innych ASO. Emitenci mogą raportować w następujących językach: angielskim, szwedzkim, duńskim, islandzkim, norweskim i fińskim. Akcje na First North mogą być notowane w EUR, SEK, DKK i ISK.

Na podstawie umowy licencyjnej operatorem First North są różne giełdy wchodzące w skład NASDAQ OMX. Ich przyporządkowanie przedstawia tabela numer 2.

Tabela 2. Operatorzy First North w różnych krajach

First North	Operator
Finlandia	NASDAQ OMX Helsinki Ltd
Szwecja	NASDAQ OMX Stockholm AB
Dania	NASDAQ OMX Copenhagen A/S
Islandia	NASDAQ OMX Iceland hf.

Źródło: Nasdaq OMX Nordic (2011)

Na rynku wyodrębniono segment First North Premier, do którego kwalifikowane są spółki skłonne spełniać wyższe standardy, a w przyszłości mogące zmienić rynek notowań na regulowany. W celu przystąpienia do segmentu Premier, emitenci muszą sporządzać sprawozdania według międzynarodowych standardów rachunkowości. Segment ten używa tych samych zasad ujawniania informacji co rynek regulowany Nasdaq OMX.

g) AIM Italia (Włochy)

Rynek ten został stworzony z myślą o włoskich przedsiębiorstwach z sektora MSP. Bazuje na sprawdzonym modelu londyńskiego AIM. AIM Italia powstał jako MTF, którego operatorem jest Borsa Italiana. Kluczowym uczestnikiem rynku i jednocześnie nadzorcą prawidłowości jego funkcjonowania od strony emitentów są nominowani doradcy (ang. *nominated advisers*) nazywani Nomad. Zasady funkcjonowania rynku

opisują dwa dokumenty: regulamin dla przedsiębiorstw (*AIM Italia Rules for Companies*) i regulamin dla doradców (*AIM Italia Rules Nominated Advisers*). Językiem komunikowania się z rynkiem w formie raportów bieżących i okresowych może być zarówno język włoski, jak i angielski. Notowania akcji odbywają się w dwóch trybach: systemie notowań ciągłych i systemie notowań jednolitych. Rzadko spotykanym na innych rynkach, w przypadku obrotu akcjami, jest określenie przez operatora AIM Italia maksymalnej wielkości zlecenia dla każdego z notowanych instrumentów.

Interesującym rozwiązaniem funkcjonującym na włoskim AIM jest wymóg rocznego *lock-up'u* od dnia dopuszczenia do notowań w przypadku przedsiębiorstw nierentownych i *start-up'ów* wobec osób powiązanych z emitentem oraz pracowników emitenta. Dodatkową transparentność zapewnia wymóg informowania rynku o wszystkich istotnych transakcjach z podmiotami powiązanymi, co może być skutecznym sposobem nadzoru nad środkami powierzonymi przez inwestorów.

Ciekawe z perspektywy bieżących wydarzeń na polskim rynku wydają się być zapisy w regulaminie mówiące o odwrotnych przejęciach. To, co na polskim rynku dopiero zaczyna się pojawiać we włoskim ASO zostało już uregulowane⁴. Poza zgodą wymaganą od zgromadzenia akcjonariuszy spółki, regulamin nakłada na przejmujący w ten sposób podmiot ponowne przejście procedury upublicznienia. W efekcie zasadność traci częsty cel takich przejęć, jakim jest ominięcie procedur związanych z debiutem na rynku. Takie regulacje mogą świadczyć o dojrzałości tego rynku i najprawdopodobniej wynikają z wieloletniego doświadczenia alternatywnego rynku w Wielkiej Brytanii.

h) Mercato Alternativo del Capitale (Włochy)

We wrześniu 2010 roku Borsa Italiana kupiła 94,4% akcji w spółce Pro Mac S.p.A. Spółka organizowała rynek obrotu akcjami małych i średnich przedsiębiorstw dedykowany dla inwestorów instytucjonalnych. Mercato Alternativo del Capital obok AIM Italia uzupełnia ofertę produktową Borsa Italiana. Z uwagi na inny model biznesowy i odmienne funkcje rynek ten (dedykowany dla inwestorów instytucjonalnych i kwalifikowanych tj. profesjonalnych) nie był przedmiotem zainteresowań na potrzeby niniejszej pracy.

i) Oslo Axess (Norwegia)

Oslo Axess powstał w maju 2007 roku jako MTF. Jednak wymogi względem emitentów w zakresie polityki informacyjnej i nadzoru są takie same jak na rynku

⁴ Pierwszy przypadek odwrotnego przejęcia na rynku NewConnect wynikał z listu intencyjnego z dnia 04.05.2009 roku podpisanego przez Fabrykę Diet S.A. oraz Venture Incubator S.A.

regulowanym Oslo Bors. Rynek ten został stworzony dla młodych, małych przedsiębiorstw, wobec których nie wymaga się dużego rozproszenia w strukturze akcjonariatu. Firmy notowane na Axess skategoryzowane są sektorami wg klasyfikacji Global Industry Classification Standard (GICS) stworzonej przez Morgan Stanley Capital International Inc. and Standard & Poor's.

W obrocie znajdują się głównie przedsiębiorstwa z Norwegii, a także spółki zarejestrowane w tzw. rajach podatkowych.

j) EN.A. (Grecja)

EN.A. zgodnie z MiFID jest rynkiem MTF, którego operatorem jest Athens Exchange (ATHEX). Rynek został stworzony 21 lutego 2008 roku z myślą o przedsiębiorstwach chcących pozyskać finansowanie i znaleźć się w obrocie publicznym bez spełnienia restrykcyjnych wymagań. Kluczową rolę w architekturze rynku odgrywają doradcy (Nominated Adviser), którzy doradzają firmie przed i dwa lata po debiucie na EN.A. Podstawowym językiem raportowania emitenta jest język grecki przy czym, w przypadku sprawozdań finansowych sporządzanych w języku angielskim dopuszcza się sporządzanie raportów bieżących także w tym języku.

Notowania odbywają się w systemie ciągłym, a sesja trwa zaledwie jedną godzinę (od 11:00 do 12:00). Operator od 16 lutego 2009 roku oblicza indeks DEA – The new Alternative Market Price Index, którego zadaniem jest odzwierciedlanie zmian cen na greckim ASO.

k) Dritter Markt (Austria)

Dritter Markt to austriacki rynek ASO funkcjonujący jako MTF. Notowania na tym rynku odbywają się w dwóch systemach - jednolitych notowań z jednym fixingiem oraz w systemie notowań ciągłych. W przypadku pierwszego rozwiązania udział animatora jest fakultatywny. W przypadku drugiego obligatoryjny jest udział Market Makera (rynek kierowany cenami).

W celu upublicznienia spółki i przeprowadzenia oferty prywatnej, emitenci sporządzają opis firmy i publikują sprawozdanie finansowe. Aby zostać spółką notowaną na Dritter Markt należy wykazać się minimum roczną historią działalności. Sprawozdawczość może odbywać się na podstawie krajowych lub międzynarodowych standardów rachunkowości. Nie ma wymogu publikacji kwartalnych sprawozdań finansowych. Liberalne w stosunku do rynku regulowanego są wymogi dotyczące informowania o transakcjach na akcjach zawieranych przez członków organów emitenta.

l) The Mercado Alternativo Bursátil (Hiszpania)

Hiszpański MAB to rynek dedykowany dla małych przedsiębiorstw prowadzony przez Bolsas y Mercados Españoles (BME). MAB powstał w 2008 roku, ale pierwsza spółka notowana na tym rynku zadebiutowała dopiero w lipcu 2009 roku. Na koniec 2011 roku w ramach tego rynku notowano 17 podmiotów. Struktura i regulacje Mercado Alternativo Bursatil nie odbiegają od występujących na innych ASO.

m) Alternative Companies List (Malta)

ACL jest rynkiem dla małych i młodych przedsiębiorstw działających zarówno w sektorze nowych technologii, jak i w branżach tradycyjnych. Stworzony został 6 października 1999 roku. ACL jest rynkiem nie tylko instrumentów udziałowych (akcji), ale również instrumentów dłużnych (obligacji). Za dobór podmiotów, ich przygotowanie oraz nadzór odpowiedzialni są doradcy nazywani Sponsorami (*Sponsors*). Podmioty notowane na ACL dłużej niż przez dwa lata mogą korzystać z uproszczonych procedur przenoszenia na rynek główny Borża ta' Malta.

n) BSSE MTF (Słowacja)

Giełda w Bratysławie jest organizatorem rynku MTF od 2008 roku. Umożliwiły to zmiany legislacyjne wprowadzone w 2008 roku – implementacja MiFID. Rynek ten, po dostosowaniu systemu transakcyjnego oraz doborze instrumentów finansowych rozpoczął pierwsze notowania z dniem 1-ego maja 2008 roku. Zarówno pod względem liczby notowanych emitentów, jak i obrotów jest bardzo małym rynkiem, co jest konsekwencją niewielkiego znaczenia bratysławskiej giełdy na mapie europejskich rynków kapitałowych.

o) Emerging Companies Market (Cypr)

ECM funkcjonuje od 30 sierpnia 2009 roku jako MTF prowadzony i nadzorowany przez Cyprus Stock Exchange. W obrocie na rynku mogą znajdować się: akcje, warranty, opcje, obligacje zamienne na akcje. Obligacje korporacyjne, podobnie jak w Polsce, mają swój odrębny rynek Emerging Companies Bond Market. Wobec emitentów nie wymaga się minimalnej kapitalizacji czy *free float*. Operator rynku oblicza indeks ECM INDEX CSE.

Co warte odnotowania cypryjska giełda poza nieregulowanym rynkiem ECM prowadzi segment w ramach rynku regulowanego „Alternative”. Segment ten cechują niskie wymagania co, do wielkości emitentów oraz ich historii. W zakresie obowiązków informacyjnych zbliżony jest do głównego parkietu.

p) Euro MTF (Luksemburg)

W lipcu 2005 roku Luxembourg Stock Exchange utworzył własny rynek MTF o nazwie Euro MTF. Został on dedykowany podmiotom niekwalifikującym się do dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym [Sierpińska A. i Sierpińska M. 2009, s. 81]. Obrót zapewnia wykorzystanie centralnej księgi zleceń przy zastosowaniu platformy Euronext – Universal Trading Platform, takiej samej, jak w przypadku rynku regulowanego luksemburskiej giełdy. Euro MTF to rynek nie tylko akcji, ale przede wszystkim obligacji i warrantów. Zasady obrotu instrumentami zależne są od płynności poszczególnych instrumentów. Organizator rynku przewidział zarówno notowania w systemie ciągłym, jak i system notowań jednolitych z fixingami. Rynek ten korzysta na partnerstwie pomiędzy Luxembourg Stock Exchange a NYSE Euronext poprzez transfer technologii oraz jednolity system dopuszczania członków rynku (ang. *cross-membership*) [Bourse de Luxembourg 2011, s. 28]. Członkowie jednego rynku mają dostęp do rynku kasowego prowadzonego przez drugą giełdę.

1.1.1. Funkcje rynków kapitałowych

Przedsiębiorstwa organizujące obrót papierami wartościowymi są bardzo istotnym elementem funkcjonowania gospodarki wolnorynkowej. Ich znaczenie i konsekwencje działania nie ograniczają się do wpływu na pojedyncze przedsiębiorstwa, ale mają wpływ na funkcjonowanie całego systemu. Literatura wskazuje na ich istotną rolę w rozwoju przemysłu [Fisman i Love 2003]. Rozwinięte i efektywne rynki kapitałowe mogą pełnić szereg istotnych funkcji w gospodarce. Do najważniejszych zaliczyć można:

1. Funkcję kształtowania struktury konsumpcji i inwestycji.

Rynki kapitałowe poprzez zapewnienie płynności obrotu umożliwiają podmiotom gospodarczym dostosowanie decyzji konsumpcyjnych i inwestycyjnych do bieżących potrzeb [Czekaj 2008, s. 6]. Podmioty charakteryzujące się nadwyżką finansową poprzez rynek mogą dokonać inwestycji swoich oszczędności w przedsiębiorstwa, których zasoby finansowe nie pozwalają na prowadzenie działalności w zakresie wykorzystującym w pełni ich potencjał. To wyceny na rynku i implikowane przez nie oczekiwane stopy zwrotu mogą decydować o skłonności do oszczędzania i inwestycji. Poprzez uproszczenie procesu inwestycyjnego publiczne rynki zmniejszają koszty transakcyjne,

które są niższe niż na rynku prywatnym. Ułatwiają także realizację decyzji dotyczącej wyboru oraz relokacji kapitału pomiędzy inwestycjami i konsumpcją.

2. Funkcję alokacji zasobów.

Rozwinięty rynek kapitałowy sprzyja wzrostowi efektywności wykorzystania zasobów finansowych. Dzięki tym rynkom kapitał w postaci oszczędności podmiotów gospodarczych oraz osób fizycznych może być wykorzystywany do realizacji najlepszych (pozwalających na osiągnięcie najwyższej stopy zwrotu przy określonym ryzyku lub pozwalających minimalizować ryzyko przy zadanej stopie zwrotu) przedsięwzięć i planów biznesowych. Funkcja ta jest konsekwencją funkcji kształtowania struktury konsumpcji i inwestycji.

3. Funkcję dywersyfikacji ryzyka.

Funkcja ta jest bardzo istotna w szczególności dla inwestorów indywidualnych, którym rynki kapitałowe pozwalają na relatywnie tanią możliwość dywersyfikacji portfela inwestycyjnego [Kulpaka 2007, s. 61]. Poprzez możliwość bardzo niskiej koncentracji udziału poszczególnych walorów w portfelu inwestora każdy ma możliwość wyeliminowania lub ograniczenia ryzyka niesystematycznego (specyficznego). Rynek prywatny (niepubliczny) nie daje takich możliwości wskazanej grupie inwestorów z dwóch powodów. Po pierwsze związane jest to z kosztami transakcyjnymi, które mogłyby okazać się istotne w kontekście ceny nabycia. Po drugie taką możliwość istotnie ogranicza Ustawa o Ofercie pozwalająca w ramach oferty prywatnej skierować propozycję nabycia instrumentów finansowych maksymalnie do 99 inwestorów.

4. Funkcję kontrolną.

Ramy prawne rynków oraz dbałość o bezpieczeństwo obrotu bezpośrednio i pośrednio wpływają na kontrolę nad emitentami. W przypadku rynków akcji bardzo istotne znaczenie odgrywają zasady ładu korporacyjnego. Prawidłowo sprawowana funkcja kontrolna przekłada się na wzrost wartości przedsiębiorstwa w długim okresie [Kulpaka 2007, s. 57]. Realizowana jest przez obowiązki nakładane ustawowo oraz przez organizatorów rynków i standardy obowiązujące na tych rynkach.

5. Funkcję wartościującą.

Dzięki koncentracji obrotu i zgłaszanego na bieżąco popytu i podaży na dane walory na rynku wyznaczana jest cena równowagi. W przypadku rynków efektywnych cena ta odzwierciedla wszystkie informacje i stanowi wartość godziwą danego instrumentu finansowego. Realizując funkcję wartościującą, rynki kapitałowe także istotnie wpływają na wyceny aktywów na rynku niepublicznym. Ponadto od wyceny walorów na rynku może zależeć opłacalność innych przedsięwzięć biznesowych – koszty alternatywne.

6. Wspieranie działania sektora publicznego.

Rynki kapitałowe mogą wspierać działania sektora publicznego w procesach prywatyzacyjnych oraz przy restrukturyzacji przedsiębiorstw należących do Skarbu Państwa. Ponadto rynki te są istotnym elementem systemu emerytalnego i wpływają na jego efektywność.

Nasuwa się zatem pytanie - czy ASO może i czy realizuje wszystkie wskazane powyżej funkcje rynków kapitałowych? Kluczowym zagadnieniem do oceny ASO w tym aspekcie będzie jednak efektywność tych rynków. Problematyka ta została opisana w rozdziale 1.4. niniejszej pracy.

1.1.2. Znaczenie alternatywnych systemów obrotu w gospodarce

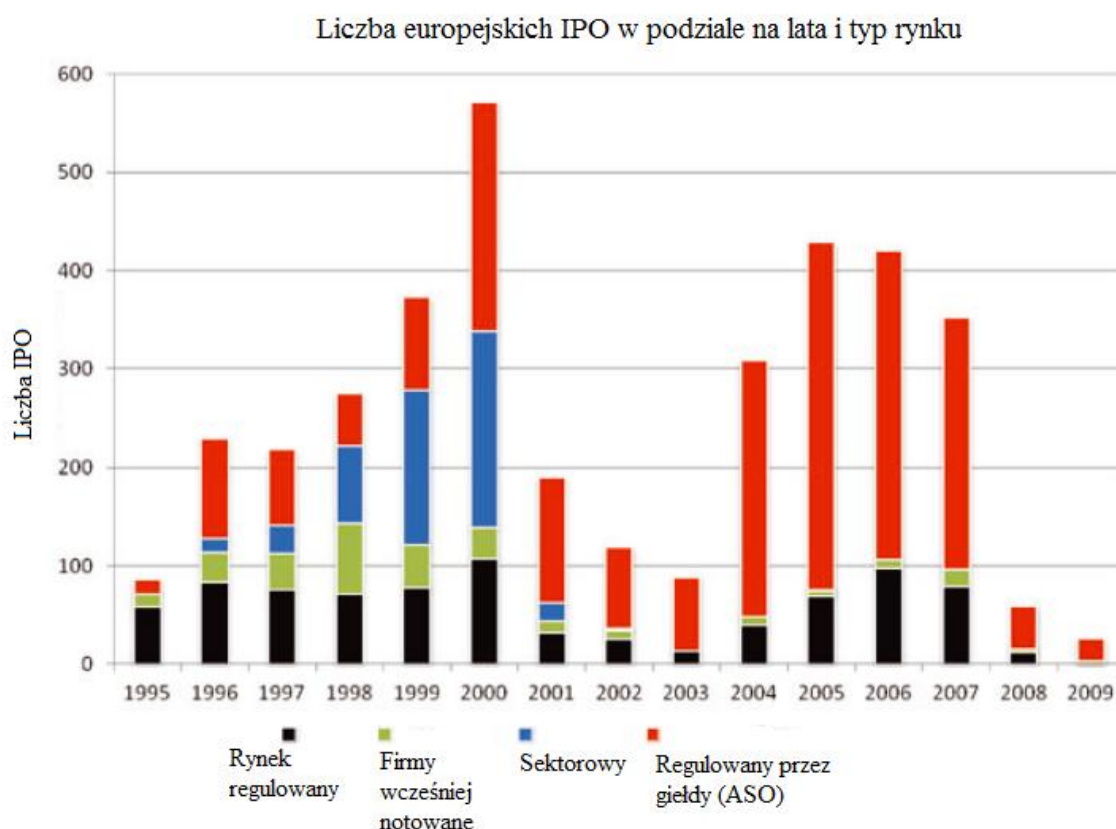
Z perspektywy gospodarki alternatywne systemy obrotu pełnią znacznie istotniejsze funkcje aniżeli tylko pośrednictwo w pozyskaniu kapitału i zwiększenie jego płynności. Podobnie jak w przypadku funduszy podwyższonego ryzyka, tak i w przypadku ASO można wskazać istotny wpływ funkcjonowania tych instytucji na gospodarkę. Kapitał inwestowany w małe i średnie firmy we wczesnym etapie rozwoju cyklu życia przekłada się na tworzone miejsca pracy, wzrost PKB, poprawę konkurencyjności i inwestycje w nowe technologie - zarówno poprzez badania i rozwój, jak i ich zakup.

Wpływ rynków kapitałowych na wzrost gospodarczy jest podkreślany w literaturze. Gurley i Shaw wskazują, iż dzieje się tak z uwagi na fakt, iż dobrze rozwinięty rynek finansowy wiąże się z nagromadzeniem kapitału co stymuluje wzrost gospodarczy [Gurley i Shaw 1955]. Zaobserwowano, iż prawidłowo rozwinięty rynek wpływa na wzrost oszczędności, których alokacja w formie inwestycji w przedsiębiorstwa wpływa na wzrost gospodarczy [Demirgus-Kunt i Levine 1995]. Można także znaleźć poglądy,

iz związek pomiędzy rynkiem finansowym a gospodarką jest obustronny o czym piszą Jung [1986] oraz Demetriades i Hussein [1996].

Poprawnie funkcjonujące ASO, poprzez wypełnianie luki kapitałowej, mogą istotnie przyczynić się nie tylko do wzrostu, ale i do rozwoju gospodarki. Potrzeba ta może być widoczna w szczególności w okresie dekonjunktury, kiedy rośnie awersja do ryzyka m.in. wśród finansujących kapitałem obcym i dostęp do źródeł kapitału jest ograniczony. Jak wskazują badania przeprowadzone w latach 1995-2009 na giełdach w Niemczech, Francji, Włoszech i Wielkiej Brytanii, których wynik przedstawia rysunek numer 3, tylko 845 IPO z 3 755 ogółem miało miejsce na rynkach regulowanych. Pozostałe stanowiły rynki drugiej kategorii (ang. *second market*) [Vismara, Paleari i Ritter 2012].

Rysunek 3. Struktura IPO na giełdach kapitałowych we Francji, Niemczech, Włoszech i Wielkiej Brytanii w latach 1995-2009



Źródło: Vismara, Paleari i Ritter [2012, s. 2].

Najbardziej rozwinięty rynek ASO w Europie – AIM odgrywa istotną rolę w rodzimej gospodarce. Firmy notowane na AIM w 2009 roku przyczyniły się do wytworzenia 12 miliardów GBP produktu krajowego brutto Wielkiej Brytanii, wpłacając

do budżetu Państwa 1,8 miliarda GBP podatków [GrantThorton 2010]. W tym samym okresie te same firmy dawały około 250 tys. etatów, a wliczając w to zatrudnienie firm współpracujących liczba ta rośnie do około 570 tys. etatów. W okresie pierwszych piętnastu lat funkcjonowania AIM rynek ten przyczynił się do wspierania wzrostu ponad 3 100 przedsiębiorstw umożliwiając im pozyskanie łącznie ponad 68 miliardów GBP, co przekładało się na średni wzrost przychodów w pierwszym roku po upublicznieniu w wysokości 37% (r/r). W 2009 roku roczne przychody spółek notowanych na londyńskim ASO przekroczyły 38 miliardów GBP, co oznacza średni przychód na spółkę w wysokości 45 milionów GBP.

W Polsce, z uwagi na relatywnie krótki czas funkcjonowania rynku, brak szczegółowych badań mówiących o wpływie NewConnect na funkcjonowanie gospodarki. Jednak rynek ten szybko zyskuje na znaczeniu. W pierwszym półroczu 2010 roku 155 podmiotów uzyskało przychody ze sprzedaży na poziomie 1,2 miliarda PLN. Wśród tej grupy przedsiębiorstw występowało silne zróżnicowanie. W przypadku jednej trzeciej z nich wartość przychodów nie przekraczała miliona złotych, niejednokrotnie równając się zeru [Kucharczyk i in. 2010].

Na koniec grudnia 2011 roku spółki notowane na rynku NewConnect mogły pochwalić się zyskiem netto za ostatni opublikowany okres dwunastu miesięcy w wysokości 204,5 mln zł. Jednocześnie aktywa netto tych firm równe były 4 657,5 mln zł. W zestawieniu z rynkiem regulowanym wartości te stanowią jednak poniżej jednego procenta zbiorczych danych spółek notowanych na tym rynku.

Należy wskazać również na istotną rolę ASO jaką jest wpływ na tworzenie nowych przedsiębiorstw. Większość z europejskich rynków umożliwia pozyskanie kapitału na przedsięwzięcia typu *start-up*. Przykłady tego typu debiutów występowały także na rynku NewConnect. Europejskie ASO nie mogą jednak poszczycić się współudziałem w kreowaniu powszechnie znanych przedsiębiorstw tak, jak to jest w przypadku wspierania rozwoju firm przez *Venture Capital*. Z uwagi na krótszy okres funkcjonowania alternatywnych rynków względem funduszy podwyższonego ryzyka nie można wyciągać z tej obserwacji pochopnych wniosków.

Od początku istnienia polskiego ASO do końca 2011 roku zadebiutowało na nim 369 spółek. Kilka podmiotów przeniosło się na rynek regulowany, a kilka (z uwagi na proces upadłości) zostało wycofanych z obrotu. Debiuty te pozwoliły na pozyskanie w drodze emisji nowych akcji (podwyższenie kapitału emitenta) blisko 1,2 miliarda PLN.

Tabela 3. Kapitał zainwestowany w Polsce poprzez rynek NewConnect na tle inwestycji funduszy podwyższonego ryzyka jako procent PKB.

Wyszczególnienie	2009	2010	2011
Venture Capita/Private Equity	0,09%	0,19%	0,20%
NewConnect	0,00%	0,01%	0,04%

Źródło: Opracowanie własne i na podstawie EVCA Yearbook 2011.

Dynamiczny rozwój rynku NewConnect przekłada się na wzrost jego znaczenia w gospodarce. Kapitał pozyskany w drodze emisji nowych akcji spółek debiutujących na tym rynku stanowi coraz większy udział w PKB Polski, co widoczne jest w tabeli numer 3. Przy zachowaniu tak dynamicznego wzrostu być może w niedługim czasie zrówna się z inwestycjami funduszy podwyższonego ryzyka. W kontekście istotności dla gospodarki nie mniej ważnym czynnikiem od wielkości tych inwestycji jest czynnik efektywności wykorzystania i gospodarowania tymi środkami przez emitentów. Zagadnienie to poruszono w rozdziale drugim i trzecim, w których omówione zostały motywy inwestorów i emitentów funkcjonujących na ASO.

Pomimo iż większość ASO w ramach swojej strategii chce przyciągać emitentów działających w branży nowych technologii oraz prowadzących działalność innowacyjną, praktyka pokazuje, że większość z notowanych firm nie mieści się w tych ramach. Jednakże wspieranie młodych, rozwijających się przedsiębiorstw z sektora MSP działających w innych branżach może mieć pozytywny wpływ na konkurencyjność gospodarki i w przyszłości stanowić jej siłę napędową niezależnie od struktury systemu finansowego⁵.

1.1.3. Rozmiar rynków

Największym alternatywnym rynkiem w Europie, zarówno pod względem liczby spółek oraz ich kapitalizacji, jest londyński AIM, na którym na koniec 2011 roku notowanych było 1 143 spółek o łącznej wartości 74 680 mln EUR. Drugim pod względem kapitalizacji rynkiem był Entry Standard, natomiast pod względem liczby emitentów jeden z najmłodszych rynków – NewConnect. Porównanie wielkości wybranych alternatywnych systemów obrotu przedstawia tabela numer 4.

⁵ Alternatywne Systemy Obrotu istnieją zarówno w krajach o systemach finansowych zorientowanych bankowo (model niemiecki), jak i w krajach o systemach zorientowanych rynkowo (model anglosaski).

Tabela 4. Wielkość wybranych europejskich alternatywnych systemów obrotu

Rynek	Kapitalizacja* (w mln EUR)	Liczba spółek w obrocie*	Obroty w 2011 roku (w mln EUR) – liczone jednostronnie
AIM	74 680	1 143	46 344
Entry Standard	13 518	140	1 351
Enterprise Securities Market	2 147	25	631
NYSE Alternext	5 518	180	1 879
Free Market	6 443	268	107
Nasdaq OMX First North	3 568	136	1 676
AIM Italia	357	11	52
Oslo Axess	2 491	47	3 452
EN.A.	165	14	1
Dritter Markt	2 087	29	47
The Mercado Alternativo Bursátil	b/d	17	b/d
Euro MTF**	b/d	242	b/d
NewConnect	1 877	351	416

Źródło: Opracowanie własne. *Dane na dzień 31.12.2011. ** Dane za 2010 rok.

Dysproporcja między poszczególnymi rynkami widoczna jest jeszcze bardziej przy porównaniu obrotów. Analiza nowych debiutów wskazuje, że także w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw cechujących się wyższym ryzykiem występuje centralizacja obrotu, a różnice pomiędzy wielkością ASO w dalszym ciągu będą się utrzymywać. Jedynym wyjątkiem jest tutaj NewConnect, na którym liczba debiutów w 2011 roku była najwyższa i wyniosła 172, tj. blisko dwukrotnie więcej niż w przypadku AIM. Jednakże z uwagi na dominację mikro- i małych przedsiębiorstw dysproporcja pomiędzy pozyskanym kapitałem emitentów z Londynu i Warszawy jest bardzo duża.

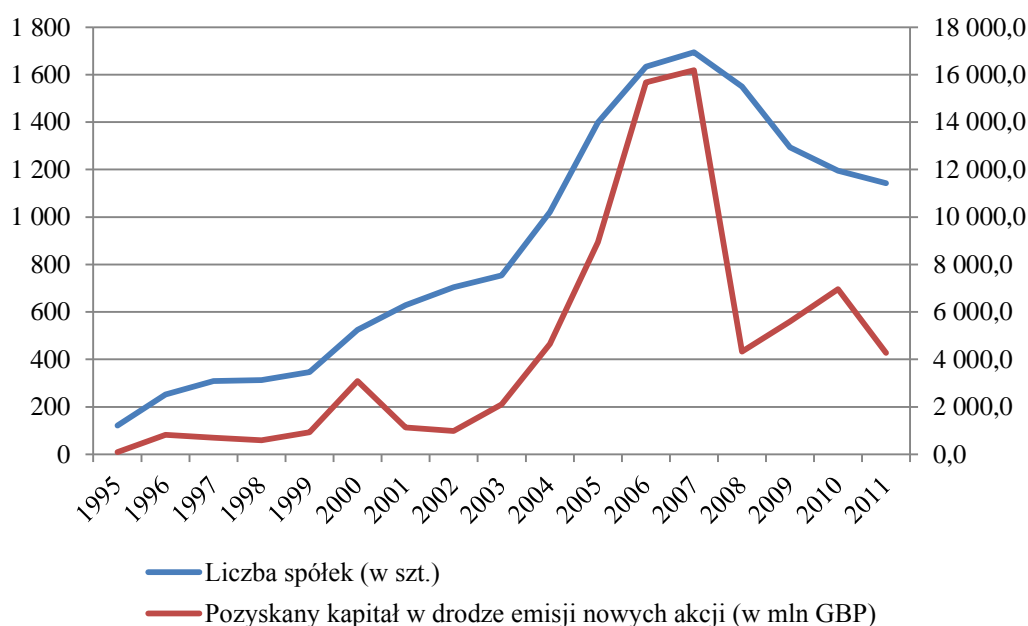
Tabela 5. Debiuty na europejskich alternatywnych rynkach

Rynek	Liczba debiutów w 2011 roku	Pozyskany kapitał w 2011 roku (w mln EUR)
AIM	90	5 125
Entry Standard	5	78
Enterprise Securities Market	2	270
NYSE Alternext	34	93
Free Market	15	3
Nasdaq OMX First North	17	4
AIM Italia	4	59
Oslo Axess	6	264
EN.A.	0	0
Dritter Markt	b/d	b/d
The Mercado Alternativo Bursátil	5	13
Euro MTF	20	451
NewConnect	172	134

Źródło: Opracowanie własne.

Od momentu powstania pierwszego ASO w Europie, aż do kryzysu, który zapoczątkowany został w latach 2007-2008, następował dynamiczny rozwój tego typu rynków. Trend ten widoczny był w liczbie nowotworzonych systemów obrotu i we wzroście skali istniejących rynków tak, jak w przypadku rynku AIM prezentowanym na rysunku numer 4. Istotnym akceleratorem rozwoju było dostosowanie prawa i utworzenie ram prawnych odpowiednich dla tego typu rynków, co objawiło się dyrektywą Parlamentu Europejskiego z 2004 roku oraz późniejszymi rozporządzeniami Komisji Europejskiej.

Rysunek 4. Liczba spółek notowanych na AIM i wartość pozyskanego kapitału w drodze nowej emisji w latach 1995 – 2011

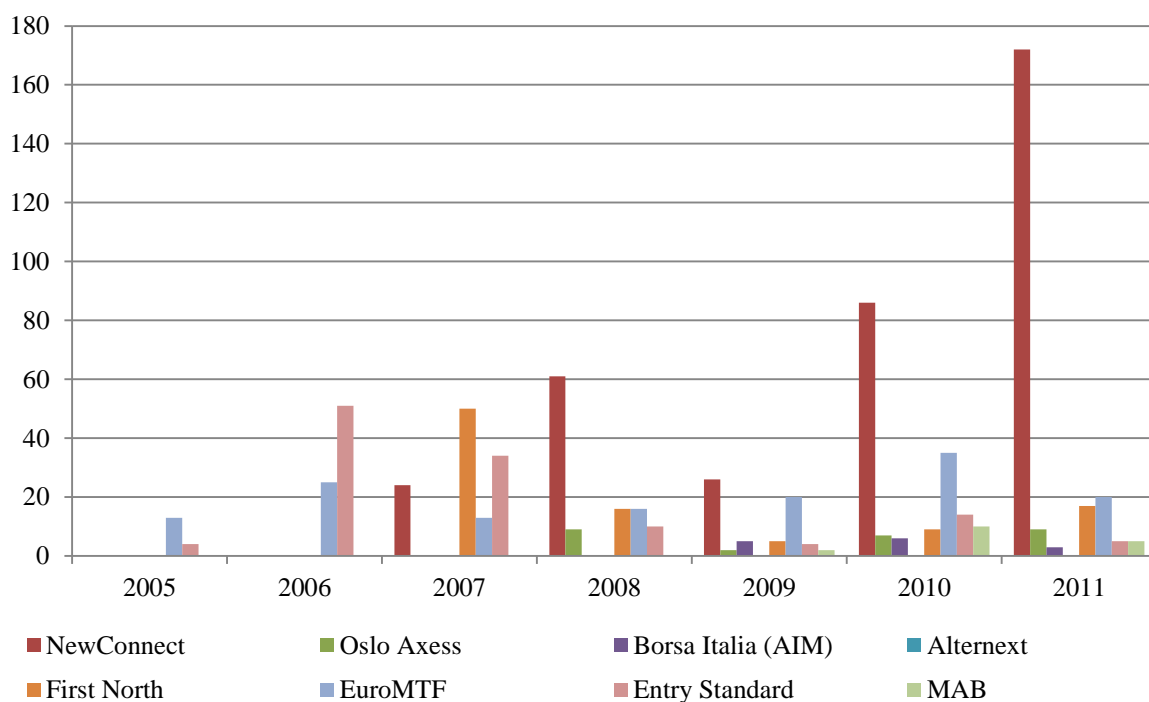


Źródło: Opracowanie własne.

Dynamiczny wzrost londyńskiego ASO wynikać mógł nie tylko z istnienia samej potrzeby funkcjonowania tego typu rynku, ale także w dużej mierze z tego, że Londyn uznawany jest za stolicę finansową w swojej strefie czasowej.

Inne europejskie rynki nie rozwijały się już tak dynamicznie jak wskazany AIM, co widoczne jest na rysunku numer 5. W ostatnich latach liderem w liczbie debiutów jest NewConnect, co zapewnia wysoką pozycję całej Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w sporządzanych rankingach. Duża liczba debiutów w mniejszym stopniu przekłada się na wzrost kapitalizacji i obrotów polskiego ASO - z uwagi na relatywnie niską wartość poszczególnych emitentów i niską średnią wartość transakcji na rynku.

Rysunek 5. Liczba debiutów w ramach wybranych europejskich ASO w latach 2005 – 2011



Źródło: Opracowanie własne.

Specyfika debiutów na rynku NewConnect jest po części konsekwencją sytuacji występującej na rynku regulowanym, gdzie średnia wielkość oferty publicznej jest znacznie niższa aniżeli w przypadku innych europejskich giełd.

1.1.4. Rozwiązania regulacyjne

Instytucje alternatywnych systemów obrotu w krajach Unii Europejskiej zostały uregulowane poprzez obowiązkową implementację MiFID w krajach członkowskich. Ostateczny termin dostosowania prawa poszczególnych krajów do nadrzędnego prawa wspólnotowego minął w październiku 2007 roku. Od tego momentu w systemie prawnym pojawiło się pojęcie wielostronnych platformy obrotu (multilateral trading facility – MTF). Definiowane są one przez Komisję jako „wielostronne systemy, obsługiwane przez przedsiębiorstwo inwestycyjne lub podmiot gospodarczy, który kojarzy transakcje strony trzeciej w dziedzinie kupna i sprzedaży instrumentów finansowych – w systemie i zgodnie z regułami innymi niż uznaniowe – w sposób skutkujący zawarciem kontraktu zgodnie z przepisami tytułu II”.

We wstępie do Dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniającej dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającej dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dyrektywa) ustawodawca wskazuje na konieczność dostosowania prawa wewnątrzspółnotowego do zachodzących zmian na rynku: „Konieczne jest ustanowienie kompleksowego reżimu regulacyjnego rządzącego realizacją transakcji na instrumentach finansowych, bez względu na metody handlowe stosowane do zawierania tych transakcji, tak aby zapewnić wysoką jakość realizacji transakcji inwestorskich i podtrzymać integralność oraz ogólną efektywność systemu finansowego. (...) Konieczne jest uznanie pojawienia się na rynkach regulowanych nowej generacji zorganizowanych systemów obrotu, które powinny podlegać zobowiązaniom utworzonym w celu utrzymania efektywnych i prawidłowo funkcjonujących rynków finansowych. W celu ustanowienia proporcjonalnych ram regulacyjnych należy wprowadzić przepis dotyczący włączenia nowej usługi inwestycyjnej, która polega na prowadzeniu platform obrotu (MTF).”

Wskazana dyrektywa wymaga względem podmiotów prowadzących rynki MTF, poza wypełnianiem wymogów dotyczących wszystkich firm inwestycyjnych, ustanowienia przejrzystych i nieuznaniowych reguł oraz procedur obrotu. Ten wymóg realizowany jest poprzez określane przez organizatorów ASO regulaminy i warunki obrotu. Dalej akt ten mówi, iż „w miarę potrzeb przedsiębiorstwa inwestycyjne lub podmioty gospodarcze prowadzące MTF powinny zapewnić lub upewnić się, że posiadają dostęp do odpowiednich, jawnych informacji umożliwiających użytkownikom formułowanie opinii inwestycyjnych, uwzględniając zarówno charakter użytkowników, jak i rodzaje instrumentów wprowadzanych do obrotu”. W praktyce tak ogólne sformułowanie daje szerokie możliwości organizatorom rynku, co do listy informacji ujawnianych inwestorom. Znajduje to swoje odzwierciedlenie w różnorodności regulaminów ASO w tym zakresie, co zostało opisane w rozdziale 1.3.3.

Kolejnym krokiem usankcjonowania istnienia MTF była Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy. Akt ten w mniejszym jednak stopniu dotyczył organizatorów ASO regulując w szczególności

relacje pomiędzy inwestorami a firmami inwestycyjnymi (domami maklerskimi i funduszami).

Falę powstawania ASO w krajach Wspólnoty wyjaśnia w dużej mierze zapis artykułu 71 Dyrektywy, który zapewnia udziałowcom rynku regulowanego, iż prowadzony przez niego rynek, którego zakres jest zgodny z definicją MTF, uprawniony będzie jako MTF pod warunkiem złożenia wniosku do odpowiedniego organu nadzorczego w terminie do 18 miesięcy od ostatecznej daty implementacji Dyrektywy. Uproszczony proces pozwalał organizatorom ominąć długotrwałe procedury przed lokalnymi nadzorcami. Także w przypadku polskiego rynku kapitałowego organizator wykorzystał prawo, jakie gwarantowała Dyrektywa. Poprzednikiem rynku obligacji BondSpot (Catalyst) była CeTO (Centralna Tabela Ofert). Rynek, który raz został zatwierdzony przez władny do tego organ, może funkcjonować na terenie wszystkich krajów wspólnoty po uprzednim zawiadomieniu właściwego organu nadzorczego w kraju, w którym chce rozpocząć działalność oraz u swojego nadzorca. Taką notyfikację w Polsce posiadają dwa zagraniczne rynki: londyński AIM i austriacki Dritter Markt.

W Polsce obrót na rynkach kapitałowych oraz regulacje dotyczące oferowania instrumentów finansowych opisują przede wszystkim: Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi z późniejszymi zmianami. Wskazane akty prawne dotyczą także polskich ASO chociażby w takich obszarach, jak obowiązki spółek publicznych czy tryb i warunki przeprowadzania ofert publicznych. W celu uniknięcia sprzecznych zapisów z prawem europejskim w dniu 4 września 2008 roku zmieniono Ustawę o Obrocie, dostosowując ją do postanowień Dyrektywy.

Pomimo że w części przepisy dotyczące rynków regulowanych są wspólne z alternatywnymi systemami obrotu, można zaobserwować szereg istotnych różnic. Wśród nich znajdują się m.in. zapisy dotyczące ustalenia ceny w wezwaniu na zakup akcji. Nabycie ponad 10% ogólnej liczby głosów w okresie krótszym niż 60 dni (w przypadku gdy nabywający posiada w spółce mniej niż 33% akcji) lub 5% ogólnej liczby głosów w okresie krótszym niż 12 miesięcy (w przypadku gdy nabywający posiada co najmniej 33% akcji) oraz przekroczenie progu 33% i 66% w ogólnej liczbie głosów wymaga ogłoszenia wezwania na sprzedaż lub zamianę akcji. Ustawa dla spółek regulowanych przewiduje dodatkowe warunki ustalenia minimalnej ceny w wezwaniu, nie niższej niż średnie z transakcji na rynku (art. 79 pkt 1 i 3). Przepisy te nie dotyczą

spółek notowanych poza rynkami regulowanymi. Inną różnicą są obowiązki informacyjne, które zgodnie z art. 56 Ustawy w przypadku spółek z rynków regulowanych, definiowane są przez rozporządzenie Ministra Finansów. W przypadku spółek notowanych na rynkach, nie będących rynkami oficjalnych notowań giełdowych, wymogi te określa regulamin tych rynków.

We wspomnianych przykładach można zauważyć mniejszą dbałość o interes akcjonariuszy spółek notowanych w ramach ASO względem akcjonariuszy spółek z rynku regulowanego, co jest istotnym czynnikiem ryzyka z perspektywy potencjalnych inwestorów. Jednocześnie może to świadczyć o tym, iż ustawodawca zakładał, że w ramach ASO inwestycje prowadzi będą profesjonalni i doświadczeni inwestorzy.

1.1.5. Ład korporacyjny

Ład korporacyjny (ang. *corporate governance*) jest zbiorem formalnych i nieformalnych norm oraz zasad z zakresu szeroko pojętego zarządzania przedsiębiorstwem. Istota ładu korporacyjnego czerpie z teorii kosztów agencji, która wskazuje na możliwe wystąpienie konfliktów interesów pomiędzy agentami a pryncypałami [Jansen i Meckling 1976, s. 305-360]. Ład korporacyjny ma stanowić remedium na możliwe konflikty wynikające z różnych celów poszczególnych grup decydentów. Określa on zalecane postępowanie zarówno władz spółek, jak i jej właścicieli. Związany jest z relacjami pomiędzy kadrą zarządzającą, organami nadzorczymi, akcjonariuszami oraz pozostałymi interesariuszami [Dobija i Kołodkiewicz 2011, s. 16]. Zasady te powinny przyczynić się do wzrostu efektywności zasobów przedsiębiorstwa oraz stymulować agentów (menedżerów i organy nadzorcze) do osiągnięcia celów firmy, tj. w podejściu najbardziej prorynkowym celów akcjonariuszy. W literaturze można spotkać znacznie szersze ujęcie celu ładu korporacyjnego. Shleifer i Vishny [1996] jako cel ładu korporacyjnego postrzegają maksymalizację stóp zwrotu wszystkich dawców kapitału, tj. poza akcjonariuszami także właścicieli kapitału finansującego przedsiębiorstwo poprzez instrumenty dłużne. Jeszcze szersze spojrzenie na problematykę funkcjonowania zasad ładu korporacyjnego prezentują Keasey, Short i Wright [2005, s. 21-44] wyznając pogląd, iż funkcją ładu jest spełnienie potrzeb nie tylko akcjonariuszy, ale wszystkich interesariuszy z uwzględnieniem zasad społecznej odpowiedzialności biznesu (ang. *corporate social responsibility*). Taki pogląd zdają się praktykować także władze Unii Europejskiej, co potwierdza się w Zielonej Księdze – Unijne ramy ładu korporacyjnego [Komisja Europejska 2011, s. 2].

Zgodnie z teoretycznym podejściem rozwinięty i prawidłowo funkcjonujący ład korporacyjny powinien wpływać na efektywność przedsiębiorstwa, a przez to na jego wartość. Badania nie potwierdzają jednak jednoznacznie występowania tej zależności w praktyce.

Tabela 6. Badania zależności poziomu ładu korporacyjnego i wyceny rynkowej spółek publicznych

Badania potwierdzające pozytywną zależność ładu korporacyjnego i wartości spółek	Badania nie potwierdzające pozytywnej zależności ładu korporacyjnego i wartości spółek
Brown, Caylor [2004]	Aluchna, Dzierżanowski, Przybyłowski i Zamojska-Adamczak [2005]
Gompers, Ishii i Metrick [2003]	Core, Guay i Rusticus [2005]
	Larcker, Richardson i Tuna [2005]

Źródło: Opracowanie własne.

Zgodnie z Dyrektywą Parlamentu Europejskiego z dnia 21 kwietnia 2004 roku (ang. *E.U. Transparency Directive*) obowiązkowe stosowanie zasad ładu korporacyjnego dotyczy tylko spółek publicznych notowanych na rynku regulowanym. W związku z tym ład korporacyjny w ramach ASO zależny jest od polityki organizatorów poszczególnych rynków, a wymogi w zakresie jego przestrzegania przedstawiono w tabeli numer 7.

Tabela 7. Ład korporacyjny na alternatywnych systemach obrotu

Rynek	Obowiązkowe przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego
Alternative Investment Market	Nie
Entry Standard	Nie
Enterprise Securities Market	Nie
NYSE Alternext	Nie
Free Market Brussels	Tak*
Nasdaq OMX First North	Nie
AIM Italia	Nie
Oslo Axess	Tak**
EN.A.	Nie
Dritter Markt	Nie
The Mercado Alternativo Bursatil	Nie
Alternative Companies List	Nie
BSSE MTF	Nie
Emerging Companies Market	Nie
Euro MTF	Nie
NewConnect	Tak

Źródło: Opracowanie własne. *Belgian Code on Corporate Governance. **The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance.

Na większości ASO nie funkcjonują specjalnie dostosowane zasady ładu korporacyjnego. Wyjątkiem jest polski rynek NewConnect, na którym wypełnianie zasad Dobrych Praktyk stanowi zobowiązanie emitenta. W przypadku niewypełnienia jednej z zasad emitent ten musi poinformować o tym fakcie poprzez komunikat bieżący. Operatorzy pozostałych alternatywnych systemów wskazują, iż stosowanie zasad ładu korporacyjnego przewidzianych dla rynków regulowanych nie jest obowiązkowe, aczkolwiek pożądane. Jak wskazują badania przeprowadzone na londyńskim rynku, im większe firmy, starsze, większa rada nadzorcza, tym dokładniejsze przestrzeganie rekomendowanych zasad ładu korporacyjnego [Mallin i Ow-Yong 2009]. W ramach ASO w obrocie znajdują się akcje małych i średnich spółek relatywnie młodych, skrajnie

w fazie *start-up*, które organ nadzorczy traktują w kategoriach zbędnych obowiązków, często pomijając w nich udział niezależnych członków. Ma to bardzo istotne znaczenie dla uczestników rynku, a w szczególności wiąże się z ryzykiem dla inwestorów. Brak obowiązkowego stosowania tych zasad na tych rynkach jest konsekwencją liberalnych regulacji w zakresie polityki informacyjnej i poziomu regulacji obrotu. Na najdłużej funkcjonującym rynku – AIM istnieją zasady ładu korporacyjnego dostosowane dla małych i średnich firm, jednakże mają one charakter rekomendacji. Zasady te stanowią tam regulamin rynku, *Corporate Governance Guidelines for Smaller Quoted Companies*⁶ oraz *The Corporate Governance and Voting Guidelines for AIM Companies* opublikowany przez Krajowe Stowarzyszenie Funduszy Emerytalnych (ang. *National Association of Pension Funds*). AIM pomimo promowania stosowania tych zasad podkreśla, iż wprowadzenie obowiązkowego wypełniania tych zasad jest zbędną i daleko idącą regulacją alternatywnego obrotu [London Stock Exchange 2010, s. 2]. Rozwiązanie problemu ładu korporacyjnego delegowane jest na tym rynku na doradców – NOMAD (ang. *Nominated Advisor*), którzy wspólnie z emitentem powinni dostosowywać politykę w tym zakresie do rekomendowanych zasad i praktyk.

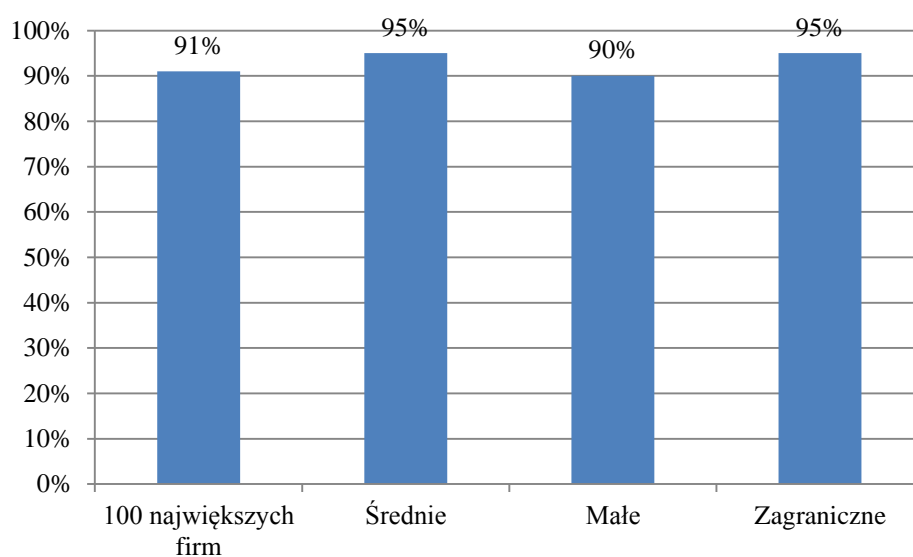
Badania przeprowadzone przez firmę doradcą PriceWaterhouseCoopers [2008] wskazują jednak, iż w dużej mierze emitenci z alternatywnego rynku przestrzegają rekomendowanych zasad ładu korporacyjnego. W badaniu podzielono przedsiębiorstwa ze względu na ich kapitalizację:

- 100 największych emitentów,
- średnie – emitenci o kapitalizacji od 40 do 100 milionów GBP,
- małe – emitenci o kapitalizacji od 1 do 40 milionów GBP.

Wyodrębniono także firmy z siedzibą poza Wielką Brytanią. Wyniki przedstawione na rysunku numer 6 wskazują, że we wszystkich grupach zasady wypełnia co najmniej 90% emitentów w przeciwieństwie do Entry Standard, gdzie odsetek ten jest niski [Beyer i Schikora 2010, s. 48].

⁶ Zasady ładu korporacyjnego dostosowane do emitentów z rynku AIM, stworzone przez *the Quoted Companies Alliance* w sierpniu 2010 roku.

Rysunek 6. Odsetek firm publikujących raport wypełniania rekomendowanych zasad ładu korporacyjnego na rynku AIM



Źródło: PriceWaterhouseCoopers [2008].

Zasady ładu korporacyjnego funkcjonujące w ramach ASO są odmienne od tych występujących na rynku regulowanym. W tabeli numer 8 przedstawiono ich porównanie na przykładzie rynku NewConnect i oficjalnego rynku notowań Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Tabela 8. Wybrane różnice zasad ładu korporacyjnego funkcjonujących na rynku regulowanym GPW w Warszawie i na rynku NewConnect

Zakres	Rynek regulowany	ASO
Polityka informacyjna	<ul style="list-style-type: none"> • Strona internetowa o zakresie i sposobie prezentacji zbliżonym do modelowego serwisu. • Komunikacja z inwestorami i analitykami również poprzez internet. • Transmisja obrad walnego zgromadzenia przez internet. 	<ul style="list-style-type: none"> • Komunikacja z inwestorami i analitykami również poprzez internet. • Transmisja obrad walnego zgromadzenia przez internet.
Publikacja raportów miesięcznych	Brak obowiązku.	W terminie 14 dni od zakończenia miesiąca.
Wynagrodzenia zarządu i rady nadzorczej	Emitent powinien posiadać politykę wynagradzania w szczególności dotyczącą wynagradzania nadzorujących i zarządzających.	Brak obowiązku posiadania polityki wynagradzania.
Informacje o wynagrodzeniach zarządu i Autoryzowanego Doradcy	Obowiązek imiennego informowania o wynagrodzeniach członków zarządu i rady nadzorczej ⁷ .	W raporcie rocznym emitent podaje łączne wynagrodzenie wszystkich członków zarządu oraz Autoryzowanego Doradcy.
Transakcje z akcjonariuszami	Brak uprzywilejowania jakiegokolwiek akcjonariusza. Zarząd przed zawarciem takiej transakcji powinien wystąpić o zgodę rady nadzorczej.	Brak wymogów w przedmiotowym zakresie.
Obowiązek umożliwienia akcjonariuszom udziału w walnym zgromadzeniu poprzez internet	Tak.	Nie.
Obowiązek prowadzenia strony internetowej w zakresie relacji inwestorskich w języku angielskim	Tak.	Strona w języku polskim lub angielskim.
Utrzymywanie kontaktu z Autoryzowanym Doradcą	Nie dotyczy.	Musi być wyznaczona osoba do kontaktu z Autoryzowanym Doradcą.
Kryterium niezależności członków rady nadzorczej	Przynajmniej dwóch niezależnych członków.	Brak wymogów w przedmiotowym zakresie.
Emisje akcji z prawem poboru	Uchwała walnego zgromadzenia w tym zakresie powinna precyzować cenę emisyjną akcji lub precyzyjny mechanizm jej wyznaczenia.	Uchwała walnego zgromadzenia w tym zakresie powinna precyzować cenę emisyjną akcji lub precyzyjny mechanizm jej wyznaczenia.

Źródło: Opracowanie własne.

⁷ Obowiązek ten wynika z Ustawy o obrocie.

Pomimo bardziej liberalnego podejścia do zasad ładu korporacyjnego na NewConnect względem rynku regulowanego należy podkreślić, iż wprowadzenie dobrych praktyk ma na celu poprawę jakości emitentów oraz niweluje część niedoskonałości rynku (asymetria informacyjna, koszty agencji).

Na rynku NewConnect „Dobre praktyki” zaczęły obowiązywać w formie rekomendacji z początkiem 2009 roku, a od 2010 roku związane są, podobnie jak na rynku regulowanym, z wymogiem informacyjnym w zakresie ich przestrzegania. Idea wprowadzenia „Dobrych praktyk” miała na celu podwyższenie standardów zarówno wobec spółek, jak i wobec Autoryzowanych Doradców, które miały przełożyć się na wzrost efektywności rynku.

Zgodnie z obowiązującymi dobrymi praktykami na polskim ASO, spółki powinny zapewniać dostęp do informacji niezbędnych do oceny ich sposobu funkcjonowania oraz bieżącej i przyszłej sytuacji poprzez politykę informacyjną wykorzystującą tradycyjne i nowoczesne technologie [Dobre Praktyki 2008]. Jednym z kluczowych mediów w zakresie prowadzenia polityki informacyjnej powinna być strona internetowa, na której zamieszczone powinny zostać między innymi: informacje o spółce i jej działalności, życiorysy członków zarządu i rady nadzorczej, informacje o powiązaniach z akcjonariuszami posiadającymi więcej niż 5% ogólnej liczby głosów.

Strona internetowa emitenta ponadto powinna zawierać:

- informacje o Autoryzowanym Doradcy,
- informacje o zdarzeniach korporacyjnych,
- roczne sprawozdanie z działalności rady nadzorczej,
- przewidywane koszty programu motywacyjnego (jeżeli został wprowadzony w spółce).

W celu wypełniania polityki informacyjnej względem inwestorów indywidualnych, poza stroną internetową, spółka powinna prowadzić i zarządzać swoją stroną korporacyjną w serwisie www.gpwinfostrefa.pl. Emitent powinien prowadzić swoją stronę w języku polskim lub angielskim. Dla porównania na rynku regulowanym emitenci powinni prowadzić swoje strony w obu tych językach.

Dobre praktyki spółek z NewConnect mówią także o obowiązku organizowania co najmniej dwóch otwartych spotkań w roku dla inwestorów, analityków i mediów. Wymóg ten wydaje się problematyczny dla wielu spółek z rynku regulowanego, z tego

też względu można przypuszczać, iż spółki notowane na ASO w jeszcze większym stopniu mogą mieć trudności z komunikacją bezpośrednią z otoczeniem.

Kolejną zasadą, która w zakresie informacyjnym istotnie odbiega od listy obligatoryjnych informacji bieżących i okresowych, jest publikowanie raportów miesięcznych, które powinny zawierać: opis zdarzeń jakie zaszły w otoczeniu emitenta, zestawienie opublikowanych w danym miesiącu informacji, informacje w zakresie realizacji celów emisji, istotnych z perspektywy inwestorów zdarzeń w przyszłym miesiącu.

Dobre praktyki określają zakres sprawozdań półrocznych, jakie powinni opublikować emitenci. W skład tych raportów okresowych wchodzić powinny: bilans, rachunek zysków i strat wraz z danymi porównywalnymi za półrocze roku poprzedniego, komentarz Zarządu na temat czynników i zdarzeń mających wpływ na uzyskane wyniki finansowe oraz informacje na temat aktywności emitenta w obszarze badań i rozwoju.

Z uwagi na fakt, że instytucja Autoryzowanego Doradcy jest bardzo istotna z punktu widzenia budowy rynku, każde europejskie ASO działające jako MTF opiera swe funkcjonowanie na kompetencjach zaakceptowanej listy doradców, na których spoczywa odpowiedzialność za emitentów. W związku z powyższym, poza zobowiązaniami i wytycznymi regulaminu rynku, na wybranych ASO funkcjonują także zasady dobrych praktyk postępowania doradców. Tym samym operatorzy rynku delegują obowiązki generujące ryzyko biznesowe funkcjonowania ASO. Pozwala to, w razie niepowodzeń, na znacznie mniejszą utratę prestiżu rynku aniżeli w sytuacji, gdyby to operator brał na siebie całe ryzyko i odpowiedzialność. W związku z tym wymogi i oczekiwania wobec grupy doradców są wysokie. Dlatego też zasady współpracy zawarte w umowie pomiędzy Autoryzowanymi Doradcami a emitentami powinny być przejrzyste i precyzyjne. Jednym z kluczowych obowiązków doradców na wszystkich rynkach jest przeprowadzenie *due diligence* potencjalnych kandydatów na emitentów. To uprawniony doradca odpowiada za ocenę przygotowania oraz możliwość i racjonalność upublicznienia emitenta. Formalnością natomiast jest decyzja operatora rynku o dopuszczeniu spółki do obrotu w ramach ASO.

Rolą Autoryzowanego Doradcy jest pomoc i interpretowanie na potrzeby emitentów wymogów informacyjnych oraz zasad dobrych praktyk dla spółek. Na większości rynków, wobec braku obligatoryjnych zasad, doradcy mają odpowiadać za standardy ładu korporacyjnego emitentów i za przeprowadzenie ofert w sposób niezagrażający

bezpieczeństwu obrotu, które mogłyby wynikać z niskiego rozproszenie akcjonariatu lub zbyt niskiego *free float*.

Podobnie jak w przypadku zasad ładu korporacyjnego, tak i w przypadku dobrych praktyk autoryzowanych doradców, regulacje w tym zakresie nie są popularne w analizowanej populacji europejskich rynków alternatywnych, co przedstawia tabela numer 9. Wśród rynków, które wdrożyły takie regulacje wymienić można NewConnect oraz AIM (zarówno londyński, jak i włoski).

Tabela 9. Występowanie dobrych praktyk doradców na ASO

Rynek	Czy istnieją dobre praktyki doradców?
Alternative Investment Market	Tak
Entry Standard	Nie
Enterprise Securities Market	Nie
NYSE Alternext	Nie
Free Market Brussels	Nie
Nasdaq OMX First North	Nie
AIM Italia	Tak
Oslo Axess	Nie
EN.A.	Nie
Dritter Markt	Nie
The Mercado Alternativo Bursatil	Nie
Alternative Companies List	Nie
BSSE MTF	Nie
Emerging Companies Market	Nie
Euro MTF	Nie
NewConnect	Tak

Źródło: Opracowanie własne.

Funkcje i odpowiedzialność delegowane na doradców sprawiają, że cały system funkcjonowania ASO opiera się na tych instytucjach. Ich zadaniem jest pozyskiwanie nowych emitentów i ocena rzetelności tych potencjalnych oraz ich kondycji pod kątem kwalifikowania się do upublicznienia. W przeciwnym razie, wskutek okresowych przeglądów, zostaną wyeliminowani najmniej aktywni z doradców). Ponadto zobowiązani są do pomocy w wypełnianiu obowiązków informacyjnych przez emitentów.

Uprawnionymi doradcami na europejskich platformach obrotu są przede wszystkim: przedsiębiorstwa inwestycyjne, doradcy gospodarczy i finansowi, audytorzy i kancelarie prawne. Operator AIM w celu wyeliminowania konfliktu interesów wprowadził szereg wytycznych dotyczących powiązań pomiędzy emitentem a doradcą (*nominated adviser*). Na przykład: doradca nie może być jednocześnie biegłym rewidentem badającym sprawozdanie finansowe danego emitenta, nie może istnieć powiązanie osobowe pomiędzy doradcą a emitentem, doradca nie może posiadać 3% i więcej w kapitale zakładowym emitenta (także po uwzględnieniu opcji, warrantów, lub podobnych instrumentów) Doradca nie może także kupować i sprzedawać akcji emitenta, dla którego pełni funkcję uprawnionego doradcy.

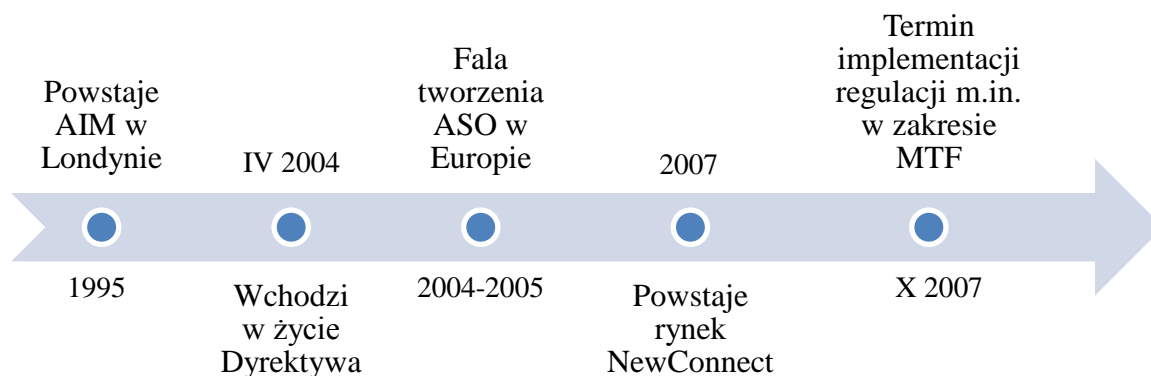
Na rynku NewConnect tak jak w przypadku pozostałych ASO koszty związane z pracami uprawnionych doradców pokrywane są przez emitenta. W Polsce koszty te mogą być refundowane w wysokości 50% poprzez wykorzystanie środków funduszy unijnych przewidzianych dla MSP w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, działanie 3.3, poddziałanie 3.3.2: „Tworzenie systemu ułatwiającego inwestowanie w MSP”.

1.2. Historia rynku NewConnect

Powstanie polskiego alternatywnego systemu obrotu wpisuje się w europejski trend w zakresie tworzenia platform obrotu o liberalnym w stosunku do rynków regulowanych prawodawstwie i regulacjach. Przed utworzeniem NewConnect obrót akcjami małych przedsiębiorstw odbywał się na rynku pozagiełdowym CeTO (Centralna Tabela Ofert), którego założeniem było notowanie spółek uczestniczących w Programie Powszechnej Prywatyzacji. Rynek ten powstał w grudniu 1996 roku jako rynek pozagiełdowy [Socha 1998, s. 131]. Nie zdołał on jednak zainteresować emitentów i inwestorów, co przekreśliło sukces CeTO. Już w 2006 roku przewidywano marginalizację tego rynku w zakresie obrotu akcjami [Osiński i Tymoczko 2006, s. 345]. Plany utworzenia rynku dla małych i średnich przedsiębiorstw o podwyższonym ryzyku zakładała strategia rozwoju rynku kapitałowego „Agenda Warsaw City 2010” opracowana przez Ministerstwo Finansów w kwietniu 2004 roku [Ministerstwo Finansów 2004, s. 53]. Przed uruchomieniem ASO GPW S.A. realizowała także inne pomysły segmentacji rynku chociażby poprzez podział na rynek podstawowy (charakteryzujący się wyższymi wymogami) oraz rynek równoległy (z niższymi kryteriami dopuszczenia do obrotu).

Rysunek numer 7 przedstawia utworzenie rynku NewConnect na tle kluczowych wydarzeń związanych z funkcjonowaniem ASO w Europie.

Rysunek 7. Utworzenie rynku NewConnect na tle europejskiego trendu w tworzeniu ASO



Źródło: Opracowanie własne.

Organizatorem polskiego ASO jest Giełda Papierów Wartościowych S.A. z siedzibą w Warszawie. Instytucja ta reguluje i bezpośrednio nadzoruje stworzony rynek. Tworząc nowy rynek GPW przyświecał cel budowy platformy finansowania i obrotu małych i średnich spółek charakteryzujących się wysokim potencjałem wzrostu [NewConnect 2011a]. Potencjał ten miał wynikać z wykorzystywania innowacyjności produktowej i usługowej lub innowacyjności procesów biznesowych. Z założenia rynek ten miał być pomostem pomiędzy finansowaniem własnym z zasobów właścicieli a kapitałem z rynku regulowanego.

Znalazło to swoje odzwierciedlenie w strategii GPW, w której sporządzono opis wzorcowego emitenta. Wskazano w nim na takie charakterystyczne cechy, jak [NewConnect 2011b]:

- początkowa faza rozwoju w cyklu życia przedsiębiorstwa (także przedsięwzięcia typu *start-up*),
- zapotrzebowanie na kapitał od kilkuset tysięcy do kilkudziesięciu milionów złotych,
- działalność w innowacyjnych sektorach, których model biznesowy oparty jest na aktywach niematerialnych,
- wysoki potencjał i dynamika wzrostów,
- planowany w późniejszym okresie debiut na rynku regulowanym.

NewConnect w stosunku do rynku regulowanego cechują liberalne wymogi formalne i późniejsze obowiązki informacyjne. Bazuje on na wytworzonej przez GPW w Warszawie architekturze i wykorzystuje ten sam system transakcyjny, jaki używany jest przez rynek podstawowy – WARSET. Planowana zmiana systemu informatycznego na rynku regulowanym, opisana w rozdziale 2.5, dotyczyć będzie także rynku NewConnect.

Rynek NewConnect jest bardzo młodym rynkiem. Pierwsza sesja odbyła się 30 sierpnia 2007 roku. Notowanych wtedy było 5 spółek: Digital Avenue, S4E, ViaGuara, Virtual Vision oraz Wrocławski Dom Maklerski.

Od pierwszego dnia Giełda publikuje notowania indeksu NCindex, którego celem jest odzwierciedlenie zmian cen akcji na ASO. Indeks ten jest indeksem dochodowym, przez co uwzględnia takie zdarzenia, jak wypłata dywidendy lub odcięcie prawa poboru od cen akcji. W sierpniu 2010 roku wprowadzono kolejny indeks dochodowy – NCX Life Science. Indeks ten wyznaczany jest w systemie jednolitym, tzn. dwa razy w ciągu sesji jeżeli uda się wycenić co najmniej 35% wartości portfela indeksu. W skład indeksu wchodzi spółki zakwalifikowane do branży Life Science. Giełda zakwalifikowała do niej przedsiębiorstwa działające w branży: biotechnologicznej, produkcji leków i kosmetyków OTC, badań genetycznych itp. Na dzień 31.12.2011 roku w skład indeksu wchodziło 10 spółek.

Wraz z dynamicznym napływem emitentów na NewConnect, których profil nie do końca odpowiadał wcześniejszym wzorcom wypracowanym przez Giełdę, wprowadzono segment, który miał wyróżniać wzorcowe podmioty. Segment ten nazwano NewConnect Lead. Na koniec 2011 roku zaliczano do niego 10 podmiotów z 351 całej populacji notowanych spółek. Liczba ta może wskazywać, iż założenia Giełdy o profilu emitentów rozminęły się z rzeczywistością.

1.3. Pozyskiwanie kapitału poprzez alternatywne systemy obrotu

Najistotniejszą funkcją, jaką pełnią alternatywne systemy obrotu, jest (podobnie jak w przypadku innych rynków akcji) alokacja kapitału [Rioja i Valey 2004, s. 27-40]. ASO zostały stworzone z myślą ułatwienia pozyskania kapitału małym i średnim przedsiębiorstwom oraz tym, które znajdują się we wczesnej fazie cyklu życia. Dlatego też, odpowiednio do nich dopasowano wymogi dopuszczenia do obrotu, proces upublicznienia oraz inne regulacje dotyczące między innymi wymogów informacyjnych,

metod notowań, itp. W kolejnych podrozdziałach szerzej omówiono wskazane powyżej warunki funkcjonowania ASO.

1.3.1. Warunki dopuszczenia akcji do obrotu w ramach europejskich alternatywnych systemów obrotu

Kwestie wymogów względem kandydatów na emitentów w ramach ASO reguluje organizator rynku, tj. w przypadku NewConnect Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Zgodnie z Regulaminem ASO do obrotu mogą być dopuszczone instrumenty finansowe spełniające następujące kryteria [Regulamin ASO 2011]:

- sporządzono publiczny dokumenty informacyjny (chyba że jego sporządzenie nie jest wymagane zgodnie z obowiązującym prawem);
- zbywalność instrumentów nie jest ograniczona;
- wobec emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne.

Dokument informacyjny na ASO pełni taką funkcję jak prospekt emisyjny występujący przy ofertach publicznych. Ma on na celu przedstawienie emitenta oraz wprowadzanych do obrotu instrumentów. Wszystkie analizowane w pracy rynki obligatoryjnie przed dopuszczeniem do obrotu akcji wymagają opublikowania takiego dokumentu. Regulamin NewConnect definiuje dokument informacyjny jako „sporządzony zgodnie z wymogami określonymi w Załączniku Nr 1 do Regulaminu” [Regulamin ASO 2011, § 2, pkt 1]. Zgodnie z wytycznymi informacje zamieszczone w tej formie mają umożliwić inwestorom ocenę gospodarczą, majątkową i finansową emitenta oraz perspektywy jego rozwoju. Regulacje dotyczące budowy i struktury dokumentu informacyjnego są sztywne i przewidują określoną kolejność przedstawiania danych, których zakres zawiera opis:

- czynników ryzyka,
- osób odpowiedzialnych za informacje zawarte w dokumencie,
- danych o instrumentach finansowych wprowadzanych do obrotu,
- danych o emitencie,

oraz sprawozdanie finansowe i załączniki. W praktyce publikowane dokumenty informacyjne są bardzo podobne, co może ułatwiać inwestorom odszukanie danych i ich analizę.

W trakcie funkcjonowania rynku GPW wprowadziła kolejne kryterium mówiące o tym, że wartość nominalna jednej akcji nie może być mniejsza niż 0,10 zł. Warunek ten miał na celu ograniczenie i wyeliminowanie tzw. "spółek groszowych". Niska cena akcji przekładała się na wysoką zmienność notowań już przy najmniejszym dopuszczalnym kroku notowań. W praktyce przekroczenie dopuszczalnych widełek cenowych uruchamiało zamrożenie notowań i przejście do fazy równoważenia rynku. Z uwagi na spadki cen akcji na rynku działanie to nie wyeliminowało sytuacji, w której akcje notowane były poniżej 0,10 zł za sztukę. Na dzień 31 grudnia 2011 roku kurs akcji (lub kurs odniesienia w przypadku, gdy na ostatniej sesji nie było transakcji) 29 spółek wynosił mniej niż dziesięć groszy. Cena akcji blisko 50% z notowanych na NewConnect podmiotów nie przekraczała 1,00 zł.

Debiut w ramach ASO wiąże się z udziałem w tym procesie podmiotów doradczych, których podzielić można na obligatoryjnych oraz fakultatywnych. W proces upublicznienia spółki w ramach ASO zaangażowany musi być tzw. Autoryzowany Doradca. Oświadcza on, że dokument informacyjny został sporządzony zgodnie z wymogami jakie nakłada Regulamin ASO wraz z załącznikami oraz, że według jego najlepszej wiedzy i posiadanych przez niego informacji dokument ten w sposób rzetelny przedstawia obraz przyszłego emitenta. Autoryzowanym Doradcą może być firma inwestycyjna lub spółka prawa handlowego świadcząca usługi związane z obrotem gospodarczym (takie jak: doradztwo finansowe, doradztwo prawne, audyt finansowy) i wpisana na listę, którą prowadzi organizator ASO. Drugim podmiotem występującym w procesie upublicznienia obligatoryjnie jest animator rynku. Do wniosku o wyznaczenie pierwszego dnia notowania składanego przez spółkę, animator załącza oświadczenie o posiadaniu instrumentów finansowych i środków pieniężnych w takiej wysokości, która zapewni mu prawidłowe wykonywanie obowiązków w zakresie wspomaganie płynności na rynku kierowanym zleceniami. W przypadku rynku kierowanego cenami obligatoryjny jest udział *market makera*.

W związku z wymogami w zakresie informacji, jakie muszą znaleźć się w dokumencie informacyjnym w procesie upublicznienia, mogą zaistnieć przesłanki, które sprawią, że udział innych podmiotów także będzie obligatoryjny. Na przykład w sytuacji, gdy sprawozdanie finansowe emitenta nie podlegało badaniu, niezbędny będzie udział uprawnionego w tym zakresie biegłego rewidenta.

Udział innych doradców takich jak: doradcy finansowi, doradca prawny, domy maklerskie (obligatoryjny udział w przypadku oferty publicznej), agencje PR i IR jest w tym procesie fakultatywny.

Tabela 10. Warunki dopuszczenia do obrotu w ramach wybranych europejskich alternatywnych systemów obrotu

Wyszczególnienie	NewConnect	AIM	Alternext	Entry Standard
Wartość akcji w wolnym obrocie (ang. free float)	Brak minimalnych wymagań	Brak minimalnych wymagań	2,5 mln EUR	Brak minimalnych wymagań
Wymagany początkowy kapitał	Brak wymagań	Brak wymagań	Brak wymagań	Brak wymagań
Minimalna kapitalizacja	Brak wymagań	Brak wymagań	Brak wymagań	Brak wymagań
Wymagany staż przedsiębiorstw	Brak wymagań	Brak wymagań	2 lata	Brak wymagań
Wymagana zyskowość	Brak wymagań	Brak wymagań	Brak wymagań	Brak wymagań
Dopuszczalne standardy sprawozdawczości	PSR lub IFSR8	IFRS, US GAAP, Canadian GAAP, Japanese GAAP	IFRS lub krajowe zasady wg siedziby emitenta	HGB lub IFRS
Dopuszczalne języki sprawozdawczości	polski lub angielski	angielski	francuski lub angielski	niemiecki lub angielski

Źródło: Opracowanie własne.

Analiza wymagań dopuszczenia do obrotu w ramach poszczególnych ASO przedstawiona w tabeli numer 10 wskazuje, iż co do zasady te wymogi należy uznać za liberalne, zwłaszcza w stosunku do wymogów obowiązujących na rynkach regulowanych. Na większości rynków brakuje wymogów w zakresie: minimalnej wartości kapitału akcyjnego dopuszczonego do obrotu, początkowego kapitału, czy też minimalnej kapitalizacji - co wydaje się być spójne ze strategią kierowania przez

⁸ Emitent publikuje sprawozdanie finansowe zgodnie z przepisami obowiązującymi emitenta lub standardami uznawanymi w skali międzynarodowej. W przypadku emitenta z siedzibą w państwie należącym do Europejskiego Obszaru Gospodarczego za takie uznaje się Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej oraz związane z nimi interpretacje ogłoszone w formie rozporządzeń Komisji Europejskiej.

organizatorów rynków tego produktu do sektora małych i średnich firm we wczesnych fazach rozwoju przedsiębiorstwa. Porównanie wymogów dopuszczenia do obrotu w ramach AIM i regulowanego rynku prowadzonego przez London Stock Exchange oraz NewConnect i rynku regulowanego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie przedstawiają tabele numer 11 i 12.

Tabela 11. Wymogi dopuszczenia do obrotu w ramach AIM I regulowanego rynku London Stock Exchange

Cecha rynku	AIM	Rynek regulowany
Wymagania dotyczące minimalnej wielkości kapitału akcyjnego w wolnym obrocie	Brak	25%
Wymagana minimalna historia działalności	Brak	3 lata
Wymagania zatwierdzenia dokumentu dopuszczającego do obrotu	Organizator rynku lub United Kingdom Listing Authority w przypadku prospektu emisyjnego	United Kingdom Listing Authority
Minimalna kapitalizacja	Brak	0,7 mln GBP
Podmioty występujące obligatoryjnie w procesie upublicznienia	Certyfikowani doradcy (ang. NOMAD - <i>Nominated Advisors</i>)	Oferujący (firma inwestycyjna)

Źródło: London Stock Exchange 2007.

Tabela 12. Wymogi dopuszczenia do obrotu w ramach NewConnect i regulowanego rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

Cecha rynku	NewConnect	Rynek regulowany
Wymagania dotyczące minimalnej wielkości kapitału akcyjnego w wolnym obrocie	Brak	15%
Wymagana minimalna historia działalności	Brak	Brak
Wymagania zatwierdzenia dokumentu dopuszczającego do obrotu	Organizator rynku lub Komisja Nadzoru Finansowego w przypadku prospektu emisyjnego	Komisja Nadzoru Finansowego
Minimalna kapitalizacja	Brak	15 mln EUR
Podmioty występujące obligatoryjnie w procesie upublicznienia	Autoryzowany Doradca, animator lub market maker. W przypadku oferty publicznej oferujący (firma inwestycyjna).	Oferujący (firma inwestycyjna)

Źródło: Opracowanie własne.

Odmienne do innych ASO wymogi, jakie nakłada regulamin Alternext [2011], są stosunkowo rygorystyczne. Na rynek mogą trafić tylko „spółki publiczne”, tj. takie, które spełniają jeden z trzech warunków:

- oferta publiczna przeprowadzona w ramach upublicznienia opiewała na kwotę przynajmniej 2,5 mln EUR,
- wartość oferty prywatnej przeprowadzonej nie wcześniej niż na jeden rok przed upublicznieniem wynosiła przynajmniej 2,5 mln EUR, przy czym co najmniej trzech akcjonariuszy nie może być powiązanych z podmiotem. Przez podmioty powiązane rozumie się pracowników na szczeblu kierowniczym wraz z rodzinami, akcjonariuszy i ich rodziny posiadających akcje dłużej niż dwa lata, przedsiębiorstwa z tej samej grupy kapitałowej, akcjonariuszy z zawartą umową inwestycyjną ograniczającą zbywalność akcji oraz osoby, które otrzymały płatność w akcjach,

- akcje emitenta są już notowane na innym rynku, pod warunkiem, że emitent udowodni, że akcje warte ponad 2,5 mln EUR są w obrocie publicznym.

W przypadku niespełnienia powyższych wymogów emitenci muszą przeprowadzić ofertę publiczną. Także rynek Mercado Alternativo Bursátil na tle pozostałych rynków wydaje się być rygorystyczny w zakresie wymogów dopuszczenia do obrotu. Potencjalni emitenci muszą zapewnić *free float* w minimalnej wysokości 2 miliony EUR.

Debiutanci na rynku First North muszą spełnić m.in. następujące warunki:

- zapewnienie wystarczającego popytu i podaży na akcje poprzez wystarczającą liczbę akcjonariuszy, przynajmniej 10% udział kapitału publicznego lub zapewnienie animatora dla akcji,
- opublikowanie opisu emitenta lub prospektu⁹,
- podpisanie umowy z certyfikowanym doradcą,
- wartość jednej akcji podczas debiutu (cena odniesienia) nie może być niższa niż 50 eurocentów lub ekwiwalentu w innej walucie.

Wymogi wobec emitentów Alternative Companies List stanowią minimalny kapitał akcyjny w wysokości 75 tys. lirów maltańskich, minimalny *free float* w wysokości 75 tys. lirów maltańskich i nie mniejszy niż 20% kapitału emitenta, chyba że kapitał przekracza 1 milion Lm. Dla przedsiębiorstw, które nie mogą udokumentować dwuletniej historii działalności nakłada się dodatkowe obostrzenia w postaci rocznego *lock-up* na akcjach posiadanych przez osoby powiązane z emitentem.

Potencjalni emitenci na rynku EN.A. muszą spełnić warunek minimalnej wielkości kapitałów własnych, który wynosi 1 mln EUR oraz opublikować zaudytowane sprawozdania finansowe za ostatnie dwa lata obrotowe (ostatnie sprawozdanie musi być sporządzone zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej - IFRS). Dodatkowo, gdy przedsiębiorstwo odnotowuje straty, skumulowana jej wartość nie może przekraczać 50% wartości kapitału podstawowego emitenta. Operator rynku przewidział też obligatoryjny *lock-up* na akcjach inwestorów posiadających co najmniej 5% wszystkich akcji wynoszący jeden rok w przypadku, gdy emitent jest przedsiębiorstwem typu start-up lub gdy za ostatnie dwa lata wykazał stratę. Dla odmiany

⁹ Opis emitenta musi zawierać m.in. opis modelu biznesowego, ryzyka, organizacji i umotywowania decyzji o upublicznieniu. Ponadto dokument zawiera sprawozdania finansowe za ostatnie dwa lata, charakterystykę Zarządu i Rady Nadzorczej, opis istotnych umów, opis programów motywacyjnych związanych z emisją akcji, opis transakcji z podmiotami powiązаныmi i opis innych istotnych zdarzeń.

w większości innych ASO udział animatora nie jest obligatoryjny, przy czym wymaga się zapewnienia minimalnego *free float* w wysokości 10%. Taka część akcji musi być rozdystrybuowana do minimum 50 inwestorów, z których żaden nie posiada więcej niż 2% wszystkich akcji spółki.

Przeprowadzona analiza wykazała, że większość ASO charakteryzuje się zbliżonymi kryteriami w zakresie warunków dopuszczenia akcji do obrotu. Jednocześnie wymogi względem rodzimych rynków regulowanych, stawiane wobec emitentów na rynkach alternatywnych, należy uznać za liberalne.

1.3.2. Proces upublicznienia

Jedną z kluczowych cech odróżniających ASO od rynków regulowanych jest możliwość łatwiejszego upublicznienia emitenta. Debiut może zostać poprzedzony ofertą prywatną bądź ofertą publiczną, tj. taką jaka ma miejsce na rynkach regulowanych. Ofertą publiczną zgodnie z Ustawą o Ofercie jest udostępnianie co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi w dowolnej formie i w dowolny sposób informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia [Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie]. W innych przypadkach mamy do czynienia z ofertami prywatnymi. Rynki dają także możliwość debiutu bez oferty, tj. wprowadzeniu do obrotu dotychczas wyemitowanych serii akcji bez ich sprzedaży na rynku pierwotnym.

W przypadku ofert publicznych procedura debiutu wygląda tak samo, jak w przypadku rynków regulowanych, dlatego jest to mało popularny sposób upublicznienia spółek w ramach ASO. Wybór takiej drogi wiąże się z obligatoryjnym udziałem w całym procesie domu maklerskiego, a także sporządzeniem odpowiedniego dokumentu w formie prospektu emisyjnego lub (w określonych przypadkach) memorandum informacyjnego, które zatwierdzone jest przez Komisję Nadzoru Finansowego.

W wariantcie alternatywnym, gdy spółka wybiera ofertę prywatną (*private placement*) możliwość nabycia akcji ograniczona jest do 99 inwestorów (zarówno instytucjonalnych, jak i indywidualnych). Istnieje także możliwość skierowania oferty do większej liczby inwestorów, pod warunkiem, że są to inwestorzy kwalifikowani. W omawianym przypadku od spółki wymaga się sporządzenia dokumentu informacyjnego, którego zakres szczegółowo określa regulamin ASO lub szczegółowe akty do tego regulaminu.

Najważniejsze etapy przeprowadzania oferty w obu wariantach przedstawia tabela numer 13.

Tabela 13. Emisja prywatna v. emisja publiczna na rynku NewConnect

Emisja prywatna	Emisja publiczna
Przekształcenie formalno-prawne oraz podpisanie umowy z Autoryzowanym Doradcą.	Przekształcenie formalno-prawne oraz podpisanie umowy z Autoryzowanym Doradcą.
Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy podejmuje decyzję o wprowadzeniu akcji do obrotu i przeprowadzeniu emisji prywatnej.	Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy podejmuje decyzję o wprowadzeniu akcji do obrotu i przeprowadzeniu emisji publicznej.
Przygotowanie wspólnie z Autoryzowanym Doradcą dokumentacji ofertowej.	Wybór domu maklerskiego (oferującego) oraz animatora lub market makera (w zależności od trybu notowań).
Wybór animatora lub market makera (w zależności od trybu notowań).	Przygotowanie właściwego dokumentu (prospekt emisyjny lub memorandum).
	Zatwierdzenie prospektu przez KNF.
Przeprowadzenie oferty.	Przeprowadzenie oferty.
Dematerializacja akcji lub PDA.	Dematerializacja akcji lub PDA.
Wniosek o wprowadzenie akcji lub PDA do obrotu.	Wniosek o wprowadzenie akcji lub PDA do obrotu.
Debiut (Czas trwania procesu 3-4 miesiące).	Debiut (Czas trwania procesu: 6-8 miesięcy).

Źródło: Mikołajczyk i Kurczewska [2010, s. 68].

W obu przypadkach przed debiutem przyszli emitenci muszą zmienić formę prawną na spółkę akcyjną, a także Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy musi podjąć uchwałę o wprowadzeniu akcji do obrotu i o warunkach ewentualnej emisji akcji. Oba warianty wymagają złożenia wniosku o dematerializację akcji do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych oraz wniosku o dopuszczenie do obrotu skierowanego do organizatora rynku. Po dopuszczeniu do obrotu przez organizatora wyznaczany jest pierwszy dzień notowań. Podstawową różnicą jest sporządzenie i procedura zatwierdzania właściwego dokumentu umożliwiającego przeprowadzenie oferty, a także sposób skierowania oferty do inwestorów. Zgodnie z informacją zamieszczoną na stronie internetowej rynku NewConnect wprowadzenie do obrotu trwa do pięciu dni roboczych od złożenia dokumentu informacyjnego. Wadą przeprowadzenia oferty prywatnej względem oferty publicznej, wynikającą z limitów ustawowych, może być zbyt duża koncentracja

akcjonariatu, co może przekładać się na mniejszą płynność i wielkość obrotu [Gradoń 2008, s. 96].

Na rynku NewConnect, podobnie jak w przypadku rynku regulowanego GPW w Warszawie, istnieje możliwość wprowadzenia do obrotu praw do akcji (PDA). Instrument ten nie jest spotykany na innych rynkach, jednakże umożliwia istotne przyspieszenie procesu upublicznienia i wiąże się z szybszą możliwością obrotu nabytym prawem przez inwestorów [Czekaj 2008, s. 32]. Jak wynika z badań przeprowadzonych w latach 1991-2000, kiedy nie funkcjonowała instytucja PDA, średni okres od zamknięcia oferty do pierwszego notowania wynosił 93 dni, a w 1992 roku wyniósł nawet 283 dni [Sukacz 2005, s. 125-133]. Wprowadzenie tego instrumentu pozwoliło na skrócenie tego okresu do zaledwie kilku dni.

Poza przedstawionymi powyżej kluczowymi etapami na drodze debiutu spółki na rynku alternatywnym istnieje szereg czynności, które przy szczegółowej analizie wydają się być nie mniej ważne. Pierwszym z takich kroków jest przeprowadzenie badania *due diligence* przez autoryzowanego doradcę. Od przeprowadzanej analizy zależy to, czy spółka rozpocznie proces upublicznienia. Proces ten nie musi wykluczać i wstrzymywać oferty prywatnej. Niezależnie od wariantu przeprowadzenia oferty przyszły emitent wraz ze swoimi doradcami staje przed problemem ustalenia ceny emisyjnej po jakiej będą sprzedawane w ofercie akcje. Sam proces poszukiwania inwestorów jest nie mniej problematyczny. O ile w przypadku oferty publicznej w tym zakresie nie ma ograniczeń, o tyle w przypadku ofert prywatnych spółka ofertę nabycia może skierować maksymalnie do 99 inwestorów. W praktyce cały proces propozycji nabycia akcji zaczyna się od rozesłania do inwestorów krótkiej informacji o spółce wraz z zaznaczeniem, iż jej celem jest debiut na ASO. W przypadku zainteresowania ze strony inwestora przekazywany jest mu dokument ofertowy (limitowany do 99 inwestorów). Po pozytywnej decyzji ze strony potencjalnego nabywcy zostaje wysłana deklaracja zainteresowania objęcia akcji, a następnym krokiem jest podpisanie umowy objęcia akcji, w której inwestor zobowiązuje się do opłacenia obejmowanego kapitału w spółce. W praktyce istnieje zatem bardzo duże ryzyko niepowodzenia emisji z uwagi na odstąpienie od dalszych czynności przez inwestorów, których rezygnacja na zaawansowanym etapie przeprowadzania oferty może skutecznie wydłużyć proces pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwo. Możliwością wyeliminowania takiego ryzyka mogłoby być na przykład przeprowadzenie kilku mniejszych ofert kolejnych serii akcji, z których każda byłaby przeprowadzana w ramach odrębnych ofert prywatnych.

1.3.3. Wymogi informacyjne

Emitenci ASO, podobnie jak spółki notowane na rynkach regulowanych, wypełniają obowiązki informacyjne poprzez publikację raportów bieżących i okresowych. Kwestie te w alternatywnych platformach regulują przede wszystkim ich regulaminy oraz ustawy w zakresie obowiązków spółek publicznych. W przypadku rynku NewConnect wymogi te definiuje załącznik nr 3 do regulaminu „Informacje bieżące i okresowe przekazywane w alternatywnym systemie obrotu na rynku Newconnect”.

Wymogi informacyjne emitentów alternatywnych systemów obrotu zależą od tego, czy są to spółki notowane tylko w ramach tych rynków, czy też są także dopuszczone do obrotu na rynkach regulowanych (*dual listing*). W drugim przypadku zobowiązania akcjonariuszy takiej spółki są takie jak w przypadku spółek z rynku regulowanego, tzn. wymogi ujawniania stanu posiadania istotnych pakietów akcji, instytucja wezwań i przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych.

Obowiązki informacyjne spółek z ASO i ich akcjonariuszy determinują obowiązujące ustawy oraz sam regulamin rynku określony przez jego organizatora. Pierwsze wynikają przede wszystkim ze statusu spółek publicznych, który zgodnie z definicją spełniają spółki notowane w ramach NewConnect. Ustawodawca określa spółki publiczne jako te, w których „co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z wyjątkiem spółki, której akcje zostały zarejestrowane na podstawie art. 5a ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi”. I tak na przykład obowiązkiem wynikającym z ustawy jest opublikowanie informacji o przekroczeniu lub zmniejszeniu stanu posiadania akcji poniżej ustalonych progów ogólnej liczby głosów w spółce [Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie, art. 69 ust. 1]. Wymogi te powinny być realizowane przez emitentów poprzez wysłanie komunikatów do Komisji Nadzoru Finansowego z wykorzystaniem Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI). Tą drogą spółki mają także możliwość przekazywania wspomnianych informacji do wiadomości publicznej.

Zgodnie z regulaminem NewConnect emitenci powinni przekazywać do wiadomości publicznej informacje o wszelkich okolicznościach i zdarzeniach mogących mieć wpływ na sytuację emitenta i cenę jego akcji na rynku. Regulamin w szczególności przewiduje wymóg publikacji raportu bieżącego w związku z¹⁰:

¹⁰ Szerzej w załączniku nr 3 do Regulaminu ASO.

1. transakcją nabycia lub zbycia istotnej wartości aktywów,
2. zawarciem znaczącej umowy,
3. udzieleniem kredytu, pożyczki, gwarancji lub poręczenia,
4. wszczęciem postępowania arbitrażowego lub postępowania przed sądem w przypadku, gdy może to mieć istotne znaczenie dla oceny sytuacji emitenta,
5. rejestracją przez sąd zmiany wysokości kapitału zakładowego lub jego struktury,
6. zmianą praw z instrumentów finansowych wyemitowanych przez spółkę,
7. umorzeniem instrumentów finansowych,
8. decyzją o zamiarze połączeniu oraz o połączeniu emitenta,
9. decyzją o zamiarze podziału i podziale emitenta,
10. decyzją o zamiarze przekształcenia i przekształceniu emitenta,
11. zmianą składu osobowego organu zarządzającego lub nadzorczego,
12. wpisem emitenta do rejestru dłużników niewypłacalnych,
13. złożeniem wniosku o upadłość oraz działaniami będącymi jego konsekwencjami,
14. przyznaniem ratingu na zlecenie emitenta,
15. korektą wcześniej opublikowanych prognoz finansowych.

Wymogi informacyjne nakładane przez organizatora rynku w regulaminie powinny być wypełniane z wykorzystaniem Elektronicznej Bazy Informacji (EBI).

Istotną różnicą w raportach okresowych na rynku NewConnect względem rynku regulowanego jest brak obowiązkowego przeglądu sprawozdania finansowego wykonywanego przez biegłego rewidenta. Uproszczone są także raporty kwartalne¹¹, w których zakres wchodzi¹²:

1. wybrane dane finansowe obejmujące:
 - a) kapitał własny,
 - b) należności długo- i krótkoterminowe,
 - d) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne,
 - e) zobowiązania długo- i krótkoterminowe,
 - g) amortyzację,
 - h) przychody netto ze sprzedaży,

¹¹ W tym zakresie wymogi rynku NewConnect są restrykcyjne w porównaniu do takich rynków jak np. AIM lub Entry Standard, gdzie nie ma obowiązku publikacji kwartalnych sprawozdań.

¹² Szerzej w załączniku nr 3 do Regulaminu ASO.

- i) wynik na działalności ze sprzedaży, na działalności operacyjnej, wynik brutto i netto.
2. komentarz organu zarządzającego w zakresie czynników i zdarzeń, mających wpływ na osiągnięte wyniki finansowe, a w przypadku publikacji prognoz finansowych stanowisko w zakresie możliwości ich realizacji,
3. informacje dotyczące rozwoju prowadzonej działalności, zwłaszcza w zakresie innowacyjnych rozwiązań.

Krajowi emitenci na rynku NewConnect sporządzają sprawozdania zgodnie z Polskimi Zasadami Rachunkowości. Zgodnie z nowelizacją Ustawy o Rachunkowości z 16 grudnia 2005 r. zmieniony został art. 55 ust. 6a., na mocy którego banki oraz jednostki dopuszczone do obrotu na jednym z regulowanych rynków krajów Europejskiego Obszaru Gospodarczego zobligowane są do stosowania Międzynarodowych Zasad Rachunkowości. Wcześniej przepis ten wskazywał na obowiązek stosowania MSR przez spółki publiczne. Ustawa o Rachunkowości daje jednak możliwość sporządzania sprawozdań według tych zasad podmiotom zależnym od spółek stosujących MSR.

W warunkach polskich obowiązki informacyjne dodatkowo komplikuje instytucja praw do akcji. Wiąże się to z definicją spółki publicznej, która nie odnosi się do PDA, a za spółkę publiczną uznaje tę, której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana. W praktyce, gdy na rynku NewConnect do obrotu wprowadzane są tylko prawa do akcji nowej emisji, zapisy Ustawy o Obrocie nie mają zastosowania. Oznacza to m.in., że nie ma obowiązku ujawniania stanu posiadania akcji przez podmioty dysponujące ponad 5% głosów na zgromadzeniu akcjonariuszy (Regulamin NewConnect mówi o progu 10%). Problem ten samoczynnie zanika w momencie, gdy spółka wprowadzi do obrotu zarejestrowane już akcje lub też PDA zostaną zamienione na akcje zwykłe na okaziciela.

Odmienne do zasad na rynku NewConnect polityka informacyjna spółek notowanych w ramach Alternext w dużej mierze zależy od nich samych. Lista obowiązkowych raportów okresowych jest krótka i w dużej mierze uznaniowa. Emitent musi informować o:

- wszystkich zdarzeniach mogących mieć wpływ na wartość akcji,
- przekroczeniu przez akcjonariusza bądź akcjonariuszy działających w porozumieniu progów 50% i 95% własności,

- transakcjach zawartych przez kierowników i dyrektorów emitenta.

Podobnie na niemieckim ASO ochrona inwestorów jest mniejsza w porównaniu do rynku regulowanego. Emitenci na rynku Entry Standard w przeciwieństwie do głównego rynku nie muszą informować m.in. zmianach posiadania prawa głosu, transakcjach przeprowadzanych przez zarząd, a także nie dotyczą ich obowiązki ogłaszania wezwań w przypadku przekroczenia określonego progu w kapitale zakładowym spółki oraz przestrzegania zasad ładu korporacyjnego [Schlitt i Schafer 2006, s. 148].

Emitenci notowani w ramach alternatywnych rynków, poza ograniczonymi wymogami w zakresie raportowania zdarzeń gospodarczych i korporacyjnych, mają bardziej liberalne wymogi w zakresie publikowania danych finansowych. Porównanie tych wymogów w ramach NewConnect i rynku regulowanego GPW S.A. przedstawia tabela numer 14.

Tabela 14. Obowiązkowe publikowanie sprawozdań finansowych na NewConnect i rynku regulowanym GPW S.A.

Wyszczególnienie	Rynek regulowany	Rynek alternatywny
Sprawozdania finansowe w dokumencie ofertowym	Zbadane przez biegłego rewidenta sprawozdanie finansowe za ostatnie 3 lata obrotowe.	Zbadane przez biegłego rewidenta sprawozdanie za ostatni rok obrotowy lub za krótszy okres.
Raporty kwartalne	Bilans, rachunek zysków i strat, zestawienie zmian w kapitałach, rachunek przepływów pieniężnych, informacja dodatkowa.	Uproszczone – zawierają tylko wybrane dane finansowe.
Raporty półroczne	Wymagają przeglądu biegłego rewidenta.	Takie same jak raporty kwartalne.
Raporty roczne	Sprawozdanie zbadane przez biegłego rewidenta.	Sprawozdanie zbadane przez biegłego rewidenta.

Źródło: Opracowanie własne.

1.3.4. Regulacje i nadzór nad obrotem

Podstawowym organem normującym i kontrolnym ASO, w przeciwieństwie do rynków regulowanych nadzorowanych przez instytucje publiczne, są przede wszystkim organizatorzy rynków. W celu utrzymania dyscypliny i przestrzegania regulacji obowiązujących na rynkach dysponują oni uprawnieniami, na mocy których mogą podejmować działania, które wymuszają na emitentach dostosowanie się do panujących zasad. W praktyce jednak głównym poszkodowanym, także w wyniku decyzji organizatorów rynków, pozostają akcjonariusze emitentów. Wskutek kar finansowych nakładanych na przedsiębiorstwa lub czasowego zawieszenia obrotu ich akcjami, to inwestorzy, a nie osoby odpowiedzialne za nieprawidłowości ponoszą straty. Organizator rynku NewConnect dysponuje trzema narzędziami dyscyplinującymi emitentów. Zgodnie z § 16 Regulaminu może on:

- upomnieć emitenta i opublikować upomnienie na stronie internetowej,
- zawiesić obrót akcjami emitenta,
- wykluczyć instrumenty finansowe z obrotu.

Znacznie trafniejszym krokiem wydaje się być uprawnienie organizatora do skreślenia podmiotu z listy Autoryzowanego Doradcy. Sankcja ta ma na celu wymuszenie staranności i rzetelności pracy uprawnionych doradców oraz zwiększeniu odpowiedzialności za wprowadzane do obrotu spółki.

Podobne do uprawnień GPW posiada LSE, która jako organizator rynku AIM dopuszcza następujące formy dyscyplinujące emitentów na tym rynku:

- upomnienie,
- nałożenie grzywny,
- krytyka i dezaprobata emitenta i jego działań,
- wykluczenie z obrotu,
- opublikowanie informacji o nałożeniu grzywny lub krytyka wraz z podaniem przyczyn.

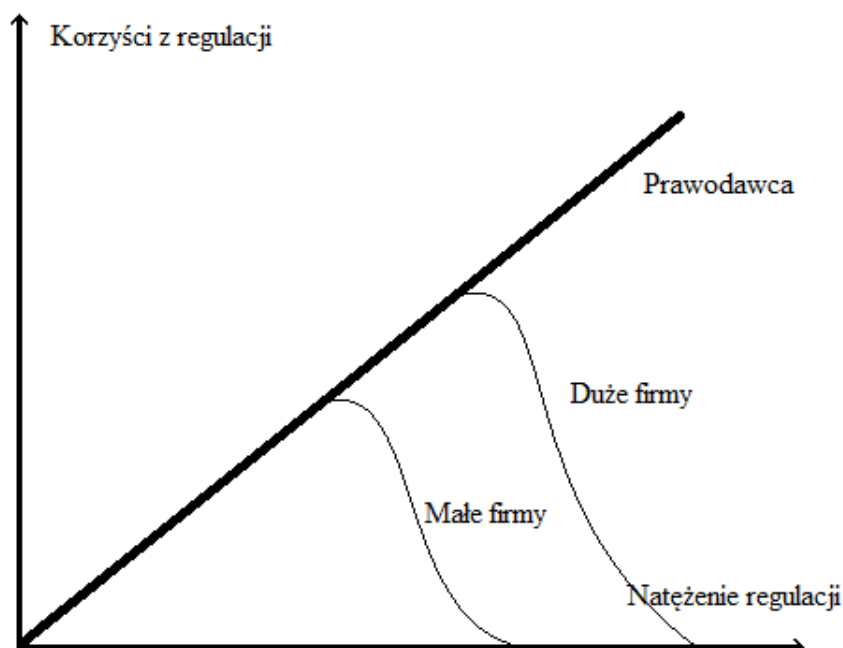
Podobny zakres działań dyscyplinujących przewidziany jest dla doradców. Wykluczenie z obrotu zastąpione jest w ich przypadku wykreśleniem z rejestru NOMAD.

Działania te nie ochronią jednak inwestorów przed ryzykiem defraudacji, a tym bardziej przed ryzykiem biznesowym związanym z inwestowaniem w przedsiębiorstwa we wczesnych fazach rozwoju. W Polsce organizator korzystał już ze swoich uprawnień kilkakrotnie, m.in. zawieszając obrót akcjami (Emporium – zawieszenie do dnia następującego po opublikowaniu informacji w zakresie aktualnej sytuacji finansowej) oraz wykluczając spółkę z obrotu (Avtech Aviation & Engineering – zawieszenie, a później wykluczenie z obrotu). W drugim z przytoczonych przypadków sankcje poniósł także Autoryzowany Doradca, pomimo iż jako pierwszy poinformował publicznie o problemach spółki wypowiadając umową autoryzowanego doradcy oraz zawiadamiając Komisję Nadzoru Finansowego o możliwości popełnienia przestępstwa przez manipulowanie kursem akcji oraz zatajenie informacji w dokumencie informacyjnym [Krasuski 2012]. Giełda postanowiła o wykreśleniu doradcy z prowadzonego rejestru.

Podobne przypadki na znacznie większą skalę miały miejsce na rynku londyńskim. Przykładem tego jest Nabarro Wells, jeden z największych doradców (NOMAD), działający na rynku od początku istnienia AIM, zamieszany najpierw w skandal spółki Langbar (defraudacja około 365 mln GBP), a później związany z Max Petroleum (skandal związany z opcjami na akcje). Został on ukarany w październiku 2007 roku karą 250 tys. GBP i oznaczony jako niekompetentny [Lea 2007]. Jednym z zarzutów było pobieżne przeprowadzanie *due diligence* firm zmierzających na ASO. Organizator rynku zarzucił doradcy iż ten nie weryfikował zgodności dokumentacji przyszłych emitentów z wymogami i regulacjami AIM.

Pomimo wskazanych nieprawidłowości na londyńskim ASO, w literaturze można znaleźć opinie zgodnie z którymi rynek działa prawidłowo i jest „optymalnie” uregulowany [Mendoza 2008, s. 327-328]. Jak wskazują Beyer i Schikora [2010, s. 76] w przypadku małych spółek krzywa korzyści wynikających z regulacji obrotu ich akcjami znacznie szybciej osiąga punkt przegięcia aniżeli w przypadku podmiotów dużych.

Rysunek 8. Korzyści z regulacji v. natężenie regulacji



Źródło: Beyer i Schikora [2010].

Powodem tego jest szybsze zrównanie się marginalnych korzyści z wdrażania nowych regulacji z marginalnymi kosztami związanymi z tymi procesami, w przypadku małych firm w stosunku do dużych podmiotów. Z uwagi na słabszą kulturę organizacyjną oraz mniejszą skalę działalności podmiotom z sektora MSP znacznie trudniej jest dostosować się do nowych regulacji.

1.4. Założenia teorii efektywności rynków a alternatywne systemy obrotu

Pojęcie efektywności rynków w swojej rozprawie doktorskiej oraz późniejszych publikacjach przedstawił E. Fama [Szyszka 2003, s. 11]. Jako rynek efektywny zdefiniował on rynek, który zawsze odzwierciedla dostępne informacje [Fama 1970, s. 383]. Rynek efektywny cechują:

- natychmiastowa i adekwatna reakcja cen walorów na nowe informacje,
- losowa zmiana cen walorów,
- jakiegokolwiek ustalone reguły w zakresie polityki inwestycyjnej nie przekładają się ponadprzeciętne stopy zwrotu,

- zarówno inwestorzy indywidualni, jak i instytucjonalni nie mają możliwości uzyskania ponadprzeciętnych stóp zwrotu przez samodzielne działanie ani poprzez współpracę w grupie.

Istotą funkcjonowania rynków kapitałowych jest ich efektywność w procesie alokacji kapitału poprzez jego transfer [Czekaj 2008, s. 7]. Aby instytucje te spełniały swoje funkcje w gospodarce oraz wypełniały potrzeby interesariuszy, rynki powinny być efektywne w świetle hipotezy efektywności informacyjnej. Hipoteza ta opisuje związki między strumieniami informacji a zmianami cen instrumentów finansowych znajdujących się w obrocie [Czekaj 2008, s. 412]. Założenia, jakie wiążą się z tą hipotezą to [Osińska 2006, s. 30]:

1. pojedyncze zmiany cen walorów są minimalne,
2. dzienna liczba transakcji jest skończona i nieistotna,
3. cena walorów i ich wartość są wzajemnie powiązane, co jest najistotniejszą determinantą stopy zwrotu na rynku,
4. inwestorzy dokonują racjonalnych wyborów preferując z pośród dwóch walorów charakteryzujących się tym samym ryzykiem ten, który daje możliwość uzyskania większego zysku,
5. ceny transakcyjne są cenami równowagi ustalonymi na podstawie wszystkich dostępnych w danej chwili informacji,
6. zmiany cen są od siebie niezależne i są wynikiem nowych informacji napływających na rynek,
7. zmiany cen podlegają błędzeniu losowemu – ich rozkład powinien być zbieżny z rozkładem normalnym.

Zasadniczo hipoteza efektywności rynków zakłada, że nie jest możliwe osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu w długim okresie. Zatem stopy zwrotu na rynku efektywnym są funkcją akceptowanego i podejmowanego przez inwestorów ryzyka.

1.4.1. Rodzaje i formy efektywności

W literaturze wyodrębnia się trzy podstawowe ujęcia efektywności rynków kapitałowych: efektywność informacyjną, alokacyjną i operacyjną. Efektywność informacyjna utożsamiana jest z zapewnieniem wszystkim inwestorom jednoczesnego, szybkiego dostępu do informacji w taki sposób, aby mogły być one natychmiast

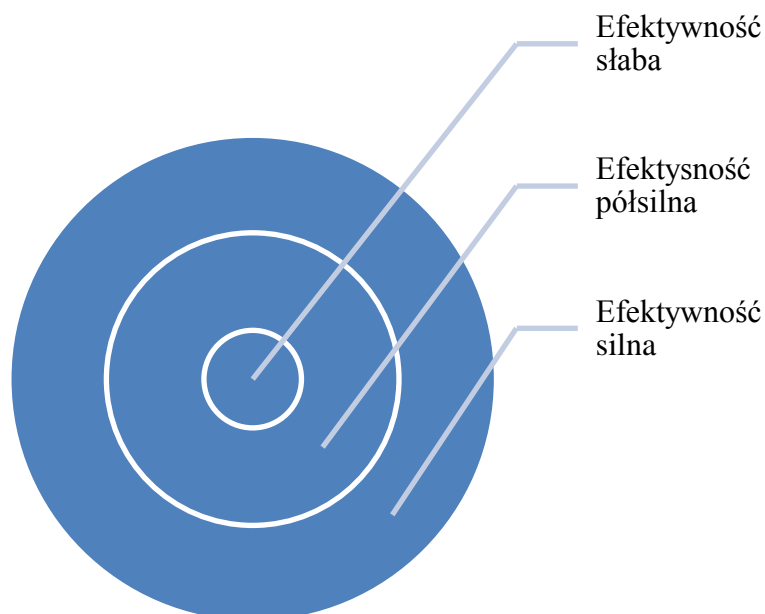
uwzględnione w wycenie instrumentów finansowych. Pojęcie to wiąże się z prawidłową wyceną wpływu nowych informacji na wartość poszczególnych instrumentów znajdujących się w obrocie [Proniewski i Niedźwiecki 2009, s. 140]. Na cechy rynków kapitałowych sprzyjających efektywności informacyjnej zwraca uwagę A. Szyszka [2003]. Wśród nich wymienia:

- duża liczba uczestników, w tym inwestorów profesjonalnych,
- homogeniczność produktów, przejawiająca się w dwóch uniwersalnych parametrach: oczekiwanej stopie zwrotu i ryzyku,
- publiczny dostęp do notowań i wyników sesji,
- obowiązki informacyjne emitentów,
- losowy napływ informacji na rynek.

Spełnienie warunków efektywności informacyjnej pozwala na osiągnięcie efektywności alokacyjnej czyli zdolność rynku kapitałowego do transferu kapitału w ramach gospodarki poprzez mobilizowanie nadwyżek kapitałowych w formie oszczędności i kojarzenie ich z zapotrzebowaniem na kapitał zgłaszanym przez przedsiębiorstwa w celu realizacji inwestycji. Dzięki efektywności informacyjnej inwestorzy mają możliwość zasilać kapitałowo przedsiębiorstwa, których akcje przyniosą najwyższe stopy zwrotu [Wajda 2011, s. 90]. W długim okresie wydaje się niemożliwe spełnienie efektywności operacyjnej (transakcyjnej), rozumianej jako sprawność realizowania funkcji rynku kapitałowego, bez efektywności informacyjnej i alokacyjnej. Rynek, który nie będzie prawidłowo uwzględniał informacji w wycenie walorów – nie będzie prawidłowo wyceniał spółek oraz nie będzie realizował w sposób prawidłowy funkcji alokacji kapitału - nie będzie spełniał potrzeb zarówno inwestorów jak i emitentów.

Zgodnie z hipotezą rynków efektywnych wyróżnić można trzy formy ich efektywności: słabą (*weak form efficiency*), półsilną (*semi-strong form efficiency*) i silną (*strong form efficiency*) [Fama 1970]. Efektywność słaba występuje w sytuacji, gdy inwestorzy nie mają możliwości uzyskania ponadprzeciętnych stóp zwrotu wykorzystując informację o historycznych zmianach cen walorów. Analiza przeszłych notowań nie może w takiej sytuacji doprowadzić do znalezienia narzędzia – formuły, która pozwoli w lepszy sposób przewidywać zmiany cen aniżeli błędzenie losowe. Forma ta dezawuuje przydatność stosowania analizy technicznej w procesie inwestycyjnym.

Rysunek 9. Formy efektywności rynków finansowych



Źródło: Opracowanie własne.

Druga (średnia) forma efektywności zawiera w sobie hipotezę cząstkową mówiącą o wykorzystywaniu historycznych zmian cen. Dodatkowo, zgodnie z tą formą, inwestorzy nie uzyskają ponadprzeciętnych stóp zwrotu analizując i wykorzystując wszystkie dostępne informacje, takie jak: dane finansowe, raporty bieżące spółek, dane dotyczące makrootoczenia. Są one bowiem uwzględnione w aktualnych cenach walorów. W tym wypadku podważa ona zasadność stosowania analizy fundamentalnej jako narzędzia pozwalającego uzyskiwać ponadprzeciętne stopy zwrotu.

Ostatnia forma - silnej efektywność, poza założeniami wcześniejszych dwóch form, wskazuje, iż nie jest możliwe uzyskanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu w przypadku posiadania informacji poufnych (*insider trading*). Gdyby rynek był efektywny w formie silnej, wspomniane informacje przełożyłyby się automatycznie na zmianę cen walorów na rynku, przez co wykorzystanie ich do osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu byłoby niemożliwe. Oznacza to, że zmiany cen są błędzeniem losowym, a na rynku występuje uczciwa gra losowa o wartości oczekiwanej równej zero [Osińska 2006, s. 32]. Nieco odmienną definicję silnej formy efektywności mają Elton, Gruber i Brown [2007, s. 400], którzy uznają, iż w szczególności na potrzeby badań konieczne jest jej uogólnienie. Dowodzą, że silna forma rynku występuje jeżeli wszystkie informacje, zarówno prywatne jak i publiczne, są odzwierciedlone w cenach i żaden inwestor nie

może osiągnąć ponadprzeciętnej stopy zwrotu. Teoretyczny wymiar silnej efektywności podkreśla się w literaturze i wskazuje, iż aby taka sytuacja wystąpiła w praktyce koszty pozyskania informacji musiałyby być zerowe [Czekaj 2008, s. 413].

1.4.2. Alternatywne systemy obrotu jako rynki nieefektywne

Efektywność rynków świadczy o tym, że ceny instrumentów finansowych w pełni odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje [Elton, Gruber, Brown 2007, s. 400]. Oznacza to także, prawidłową i najlepszą wycenę podczas ustalania ceny emisyjnej na potrzeby oferty prywatnej bądź publicznej. Aby można było mówić o rynku efektywnym, muszą być spełnione założenia, z których część ma charakter teoretyczny. Kiedy spełnione są rzeczne założenia, rynek zawsze będzie oddawać wartość godziwą notowanych walorów dostosowując bieżące wyceny do napływających informacji. Niesie to konsekwencje dla inwestorów i uzyskiwanych przez nich stóp zwrotu. W takich warunkach nie będą oni w stanie osiągać w długim okresie ponadprzeciętnych zysków. W tym kontekście istotne wydaje się być, na ile efektywne są alternatywne systemy obrotu. W tabeli numer 15 zamieszczono analizę zgodności założeń teorii rynków efektywnych ze stanem faktycznym na rynku NewConnect.

Tabela 15. Założenie teorii rynków efektywnych a praktyka alternatywnego systemu obrotu na przykładzie rynku NewConnect.

Założenia	Rynek NewConnect
Rynek składa się z nieskończonej liczby uczestników, którzy niezależnie od siebie, dążą do uzyskania maksymalnego zysku z zawieranych transakcji.	Co do zasady rynek alternatywny nie ogranicza dostępu inwestorom do obrotu wtórnego. Jednakże z uwagi na ryzyko rynku można przyjąć, iż mniejsza część inwestorów indywidualnych jest zainteresowana akcjami znajdującymi się w takim obrocie. Inaczej przedstawia się sytuacja rynku pierwotnego, który w większości przypadków utożsamiany jest z ofertą prywatną ograniczoną ustawowo do 99 inwestorów lub do inwestorów kwalifikowanych.
Rynek jest rozdrobniony, przez co decyzje pojedynczych uczestników nie mają wpływu na zmianę ceny.	Płynność rynku jest niewystarczająca, przez co decyzje pojedynczych inwestorów (także indywidualnych) przekładają się na zmianę cen na rynku.
Informacje mające wpływ na wycenę instrumentów finansowych i decyzje inwestorów pojawiają się losowo.	Można przyjąć, iż informacje mające wpływ na wycenę pojawiają się losowo z wyjątkiem raportów okresowych.
Informacje są bezpłatne i docierają bez zwłoki, w tym samym czasie do wszystkich uczestników, a inwestorzy natychmiast wykorzystują te dane i biorą pod uwagę przy decyzjach inwestycyjnych.	Z uwagi na obowiązki publikacji raportów okresowych i bieżących dostęp inwestorów do informacji można uznać za darmowy, jeżeli rozpatrywać bezpośrednie nakłady na pozyskanie informacji. Należy jednak podkreślić, iż część informacji nie musi wymagać publikacji w formie komunikatu publicznego, przez co mogą istnieć inwestorzy uprzywilejowani co do wiadomości o bieżącej sytuacji emitenta (np. posiadający znaczne pakiety) – asymetria informacyjna względem poszczególnych grup inwestorów. Mając na uwadze fakt, iż największą część inwestorów na rynku NewConnect stanowią inwestorzy indywidualni można przypuszczać, iż ich koszt alternatywny, natychmiastowego otrzymania i przetworzenia informacji napływających na rynek, jest relatywnie wysoki. Przez to mogą reagować z dużym opóźnieniem na zmianę sytuacji na rynku.
Uczestnicy rynku	Założenie to trudno jest zweryfikować poprzez analizę rynku.

<p>jednolicie interpretują informacje zarówno co do kierunku zmiany cen, jak i ich wielkości.</p>	<p>Można jednak przyjąć, iż ten sam komunikat emitenta mógłby powodować odmienne decyzje wśród inwestorów, gdyby asymetria informacyjna wpływała na interpretację komunikatu, np. wykorzystanie informacji poufnych. Różna interpretacja informacji może także wynikać z innego poziomu wiedzy uczestników rynku (ang. <i>learning bias</i>) oraz ich dotychczasowych doświadczeń (ang. <i>historical bias</i>).</p>
<p>Nie istnieją koszty transakcji.</p>	<p>Podobnie jak w przypadku kosztów dostępu do informacji, tak i w przypadku kosztów transakcyjnych, koszty bezpośrednie wydają się być nieistotne. Znaczący wpływ na koszty transakcyjne mogą mieć koszty alternatywne w postaci wykonania analizy i wyceny emitenta, która umożliwi podjęcie działania w formie nabycia lub zbycia akcji emitenta. Koszty transakcyjne mogą być istotne w przypadku, gdy płynność obrotu instrumentami finansowymi będzie niska, a przez to różnica pomiędzy najlepszym zleceniem kupna i najlepszym zleceniem sprzedaży (ang. <i>spread</i>) będzie duża. W takich warunkach zawarcie transakcji będzie wiązało się z kosztem polegającym na akceptacji gorszej ceny.</p>
<p>Uczestnicy rynku charakteryzują się takim samym horyzontem inwestycyjnym.</p>	<p>Na rynku alternatywnym funkcjonują zróżnicowane grupy inwestorów - od kapitału spekulacyjnego (charakteryzującego się krótkim horyzontem inwestycyjnym) po inwestorów długoterminowych (np. Otwarte Fundusze Emerytalne).</p>

Źródło: Opracowanie własne.

Biorąc powyższe zestawienie pod uwagę można przyjąć, iż określenie rynków alternatywnych jako efektywnych wymagałoby zbyt wielu rażących uproszczeń. Mając na uwadze wymogi informacyjne stawiane emitentom na rynku NewConnect wydaje się, iż taki system obrotu nie może być rynkiem efektywnym. Niesie to ze sobą implikacje zarówno dla inwestorów, jak i przedsiębiorstw. Sytuacja ta rodzi trudności we właściwym oddziaływaniu mechanizmów ochronnych w ramach rynku [Wajda 2011, s. 22] i oznacza, że inwestorzy mogą osiągać ponadprzeciętne stopy zwrotu. Z drugiej strony nieefektywna wycena emitentów może być wykorzystana na korzyść przedsiębiorstw. Być może na tym rynku inwestorzy będą skłonni do zaoferowania korzystniejszej dla emitenta wyceny, co będzie oznaczać tańszy (aniżeli w przypadku rynku efektywnego) kapitał.

1.5. Grupy interesariuszy na alternatywnych systemach obrotu

Kluczowa z perspektywy istnienia i przyszłości alternatywnych systemów obrotu wydaje się być analiza motywów głównych grup interesariuszy. Można do nich zaliczyć operatorów rynków, którzy są zarówno organizatorami, jak i nadzorcami danej platformy. Drugą grupą są potencjalni emitenci, którzy w tym przypadku reprezentują interes spółki oraz ich dotychczasowych właścicieli. Trzecią grupę stanowią inwestorzy, którzy w drodze emisji publicznych bądź prywatnych powierzają swoje środki emitentom licząc na zyski kapitałowe oraz zawierający transakcje na rynku wtórnym. Ta grupa jest silnie zróżnicowana z uwagi na fakt, iż ASO (poza mobilizacją kapitału inwestorów z rynku regulowanego) kreuje także nowe rodzaje inwestorów. Zagadnienie to zostało opisane w rozdziale numer 3.

Rysunek 10. Podstawowe grupy interesariuszy alternatywnych systemów obrotu



Źródło: Opracowanie własne.

Wskazane powyżej grupy są kluczowe dla funkcjonowania rynku. Celowo, pomimo podkreślania roli w funkcjonowaniu ASO, pominięto w tym miejscu autoryzowanych doradców. Wynika to z interesu, w jakim te grupy działają i celu, jaki realizują. Autoryzowani Doradcy działają na rzecz organizatorów rynków poprzez pełnienie funkcji oceniającej i akceptującej podmioty do obrotu. Takie rozwiązanie jest bardzo korzystne

dla organizatorów rynku, którzy całą odpowiedzialnością obarczają podmiot trzeci. Być może taki stan rzeczy sprawia, że ASO (pomimo licznych nadużyć zarówno w całej Europie jak i w Polsce) nie traci istotnie wiarygodności w oczach inwestorów. Wśród grupy mniej wpływowych i mniej znaczących interesariuszy wymienić można Komisję Nadzoru Finansowego, która może wpływać na organizatora rynku w celu dokonania zmian w jego funkcjonowaniu. Do pozostałych zainteresowanych zaliczyć można także:

- domy maklerskie,
- Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych,
- biegłych rewidentów,
- pozostałe instytucje finansowe,
- podmioty zajmujące się PR i IR.

Można powiedzieć, że wymienione grupy głównych interesariuszy stanowią trzy odrębne grupy interesów. Z tego względu dalszą analizę ASO jako niezbędnego suplementarnego elementu rynku kapitałowego podzielono na trzy rozdziały odpowiadające motywom poszczególnych kluczowych grup.

ROZDZIAŁ 2. MOTYWY OPERATORÓW GIEŁDOWYCH

Rozdział drugi poświęcony jest motywom operatorów giełdowych, jakimi kierują się oni tworząc i prowadząc rynki alternatywne. Ta część pracy ma odpowiedzieć na pytania: z jakimi korzyściami i kosztami wiąże się prowadzenie ASO? Jakie były i jakie są przesłanki ich powstawania? Czy ASO wpisują się w strategię biznesu i trendy panujące na dzisiejszym rynku kapitałowym? Czy rynki alternatywne stanowią konkurencję dla rynków regulowanych?

2.1. Rynki alternatywne jako uzupełnienie oferty produktowej giełd kapitałowych

Jedną z najważniejszych grup interesariuszy w przypadku ASO są ich organizatorzy, którzy jak zostało przedstawione w rozdziale pierwszym, mają znacznie większe możliwości oraz swobodę w tworzeniu tych rynków względem rynków regulowanych. Podstawową, w kontekście zmian na rynkach kapitałowych, wydaje się być kwestia motywów tej grupy w zakresie tworzenia i rozwijania alternatywnych platform obrotu. Z uwagi na fakt, iż wszyscy organizatorzy ASO są prywatnymi przedsiębiorstwami, decyzje i działania w przedmiocie budowy nowych rynków powinni podejmować w oparciu o kryterium budowania wartości dla właścicieli. W niniejszym rozdziale analizie poddano korzyści i koszty operatorów alternatywnych rynków w celu zidentyfikowania głównych motywów tej grupy interesariuszy. Aby znaleźć odpowiedź na to pytanie należy zidentyfikować kim są organizatorzy, jakie cele chcą osiągnąć i jakie działania wpisują się w ich strategię.

Wszystkie z analizowanych w niniejszej pracy ASO są rynkami organizowanymi i regulowanymi przez podmioty prowadzące giełdy kapitałowe. Pomimo iż w świetle regulacji rynki MTF mogą być tworzone także przez firmy inwestycyjne, w praktyce taka formuła jest rzadziej spotykana. Przyczyną może być ograniczone zaufanie i brak gwarancji bezstronności w przypadku rynku zorganizowanego na przykład przez bank inwestycyjny. Ponadto istnieją instytucje, które prowadzą kilka alternatywnych systemów obrotu udziałowymi instrumentami finansowymi. Przykładem tego typu jest NYSE Euronext, który jest operatorem Alternext oraz Free Markets. W ramach tej wąskiej dywersyfikacji produktowej giełda ta prowadzi trzy rynki akcji dopasowane do wielkości

emitentów. Ofertę produktową NYSE Euronext w zakresie rynku akcji przedstawia tabela numer 16.

Tabela 16. Oferta produktowa NYSE Euronext

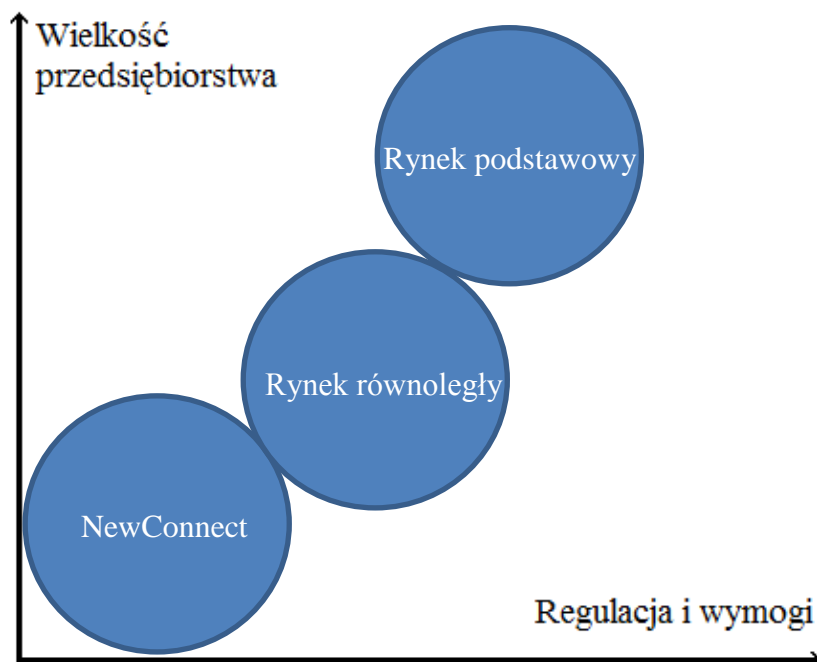
Wyszczególnienie	NYSE Euronext – rynek regulowany	NYSE Alternext	Free markets
Akcje w wolnym obrocie (ang. <i>free float</i>)	Minimum 25% lub 5% w przypadku, gdy odpowiada to 5 milionom EUR.	2,5 mln EUR.	Brak wymagań.
Historia emitenta	Trzy lata obrotowe.	Przynajmniej dwa lata obrotowe.	Rekomendowane dwa lata obrotowe.
Standardy rachunkowości	Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej lub inne standardy uznawane w skali międzynarodowej.	Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej lub inne standardy uznawane w skali międzynarodowej lub krajowe standardy.	Krajowe standardy lub Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej.
Dokument ofertowy	Prospekt zatwierdzany przez kompetentne władze.	Prospekt zatwierdzany przez kompetentne władze lub dokument informacyjny w przypadku ofert prywatnych lub wprowadzenia akcji do obrotu bez przeprowadzania oferty.	Prospekt zatwierdzany przez kompetentne władze w przypadku przeprowadzania oferty publicznej.

Źródło: <https://europeanequities.nyx.com/en/listings/select-your-market>, [dostęp: 16.11.2011].

W strategii NYSE Euronext firma najpierw debiutuje poprzez Free Markets i wraz z rozwojem i ewolucją faz cyklu życia może przenosić się najpierw na NYSE Alternext,

a następnie na rynek regulowany. Podobnie sytuacja przedstawia się na warszawskim rynku kapitałowym, co obrazuje rysunek numer 11.

Rysunek 11. Wielkość przedsiębiorstwa i poziom regulacji a rynki warszawskiej giełdy



Źródło: Opracowanie własne.

Alternatywne systemy obrotu sprawiają, iż klientami giełd mogą być zarówno podmioty małe i relatywnie młode, jak i duże międzynarodowe koncerny. Dywersyfikacja produktowa i dopasowanie oferty do potrzeb i wymagań klienta może być tylko jednym z celów realizowanych przez giełdy poprzez tworzenie ASO. Do innych celów zaliczyć można:

- kontrolowane pozyskiwanie i selekcję nowych emitentów na rynkach regulowanych,
- motywację nowych grup inwestorów,
- podkreślenie prestiżu i zwiększenie wymagań wobec emitentów na rynkach regulowanych.

Nie bez znaczenia może także być efekt naśladownictwa działań i decyzji rozwiniętych rynków kapitałowych przez mniejsze giełdy. Aby całkowicie nie zostać zmarginalizowaną giełdą, naśladują one liderów. W przypadku ASO większość rynków tworzona była na wzór londyńskiego AIM.

2.2. Zmiany i trendy na rynku organizatorów obrotu kapitałowego

Współczesne rynki kapitałowe działają w dynamicznym i zmiennym otoczeniu. Wśród głównych tendencji zauważalnych w obszarze organizacji obrotu papierami wartościowymi można wymienić zjawisko globalizacji, narastającej konkurencji oraz unifikacji świadczonych usług. W dzisiejszych czasach emitenci poszukują kapitału na różnych rynkach, zarówno pod względem oferowanych instrumentów finansowych, jak i geograficznym. Przedsiębiorstwa nie są skazane na lokalne giełdy, a ich akcje, przy założeniu akceptowalnych kosztów i obowiązków informacyjnych, znajdują się w obrocie m.in. tam, gdzie zlokalizowani są ich inwestorzy.

Zjawisko globalizacji nie ominęło rynków kapitałowych i wymusiło na giełdach zmiany, konsolidację oraz rozszerzenie ich działalności. Skutkiem tego były deregulacja rynków giełdowych na świecie oraz ich popularyzacja, przepływ kapitału na rynki rozwijające się (charakteryzujące się wyższą oczekiwaną stopą zwrotu i wyższym ryzykiem) oraz przede wszystkim zmiany o charakterze własnościowym – demutualizacja (ang. *demutualization*). Zjawisko to polega na przekształceniu przedsiębiorstwa z formy, w której właścicielem są klienci lub państwo, gdy celem przedsiębiorstwa nie jest funkcjonowanie dla zysku, na przedsiębiorstwo o odmiennej prywatnej strukturze własności, w której powinno działać w celu zwiększania wartości dla właścicieli poprzez wzrost wartości przedsiębiorstwa. Pierwotnie istotny udział własności giełd kapitałowych mieli ich członkowie (biura maklerskie, banki inwestycyjne) lub instytucje publiczne. Wskutek wspomnianych przemian maleje znaczenie i wpływ członków giełdy na ich funkcjonowanie, co może wpływać na wzrost konkurencyjności i innowacyjności danego rynku kapitałowego [Serafie i Shahid 2002]. Giełda zyskuje w ten sposób orientację na inwestorów i emitentów co jest niezbędne w celu budowania wartości danego rynku. Aby decyzje podejmowane przez zarząd giełdy były dla niej dobre muszą zaspokajać potrzeby emitentów i inwestorów. Przykładem mogą być tutaj zmiany godzin funkcjonowania rynku w Warszawie. Wydłużenie sesji odbyło się wbrew stanowisku członków giełdy, a było podyktowane oczekiwaniami inwestorów. Serafie i Shahid [2002] wskazują, iż z powodu przemian technologicznych, globalizacji oraz rosnącej konkurencji rynki kontrolowane i zarządzane przez członków giełd lub państwa nie są w stanie skutecznie konkurować. Z tego też powodu giełdy są prywatyzowane i mobilizowany jest w nich kapitał prywatny wymuszający przemiany i wzrost efektywności.

Nie bez znaczenia na funkcjonowanie giełd na całym świecie wpływa rozwój technologii zwłaszcza w obszarze telekomunikacji i Internetu. To przemiany w tej dziedzinie w dużym stopniu wpłynęły na wzrost konkurencji pomiędzy rynkami. Ułatwienie dostępu do zagranicznych rynków inwestorom oraz emitentom przy jednoczesnym zmniejszeniu kosztów transakcyjnych spowodowało, iż giełdy konkurują ze sobą na jednorodnym rynku.

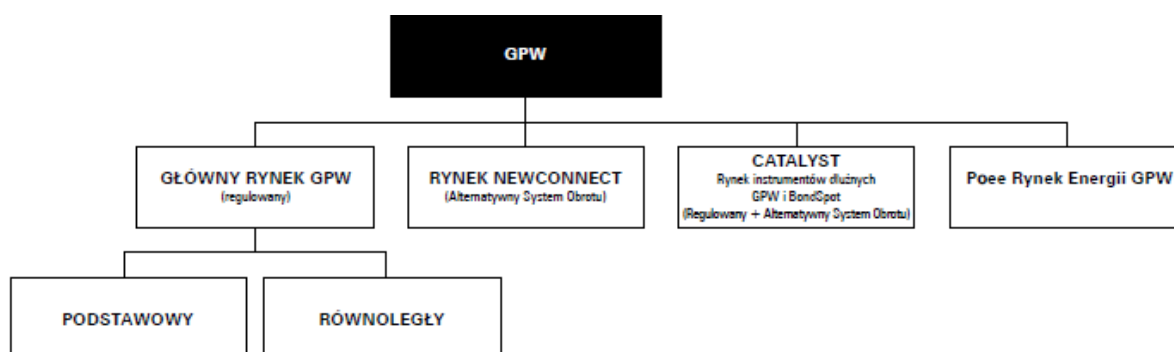
Ostatnią z wymienionych tendencji na rynkach kapitałowych jest unifikacja giełd. Dotyczy to funkcjonowania, regulacji, wykorzystywanych systemów informatycznych i możliwości oferowanych inwestorom. Rynki stają się przez to homogeniczne, co wpływa na wzrost migracji emitentów oraz inwestorów w kierunku rynków rozwiniętych. Korzyści z tego tytułu odnoszą emitenci (poprzez możliwość pozyskania kapitału na lepszych warunkach) oraz inwestorzy (poprzez możliwość kupowania i sprzedawania akcji na najbardziej płynnych rynkach) [Claessens, Klingebiel i Schmukler 2002]. Dzięki wysokiej płynności rynki te charakteryzują się bezpieczeństwem obrotu, a ich efektywność umożliwia pozyskanie tańszego kapitału [Małecki 2007, s. 47]. Migracja prowadzi jednak w swych konsekwencjach do marginalizacji lokalnych rynków kapitałowych.

Opisane powyżej zmiany wymusiły na organizatorach rynków innowacje, których efektem są między innymi alternatywne systemy obrotu. Uruchomienie tych rynków miało stanowić przewagę konkurencyjną. Dodatkowo nowa instytucja miała na celu przyciągnąć na rynek publiczny podmioty młode, dla których wybór zagranicznych giełd może wiązać się ze zbyt dużymi kosztami, przez co konkurencja o emitenta w tej fazie rozwoju, wydaje się być mniejsza.

2.3. Organizacja rynku NewConnect

Na koniec 2011 roku GPW prowadziła cztery rynki: główny (regulowany), NewConnect, Catalyst oraz Poe. Dodatkowo rynek regulowany dzielił się na dwa segmenty: podstawowy i równoległy. Ten drugi charakteryzował się mniej restrykcyjnymi wymogami wobec emitentów. Rysunek numer 1 przedstawia ofertę warszawskiej giełdy.

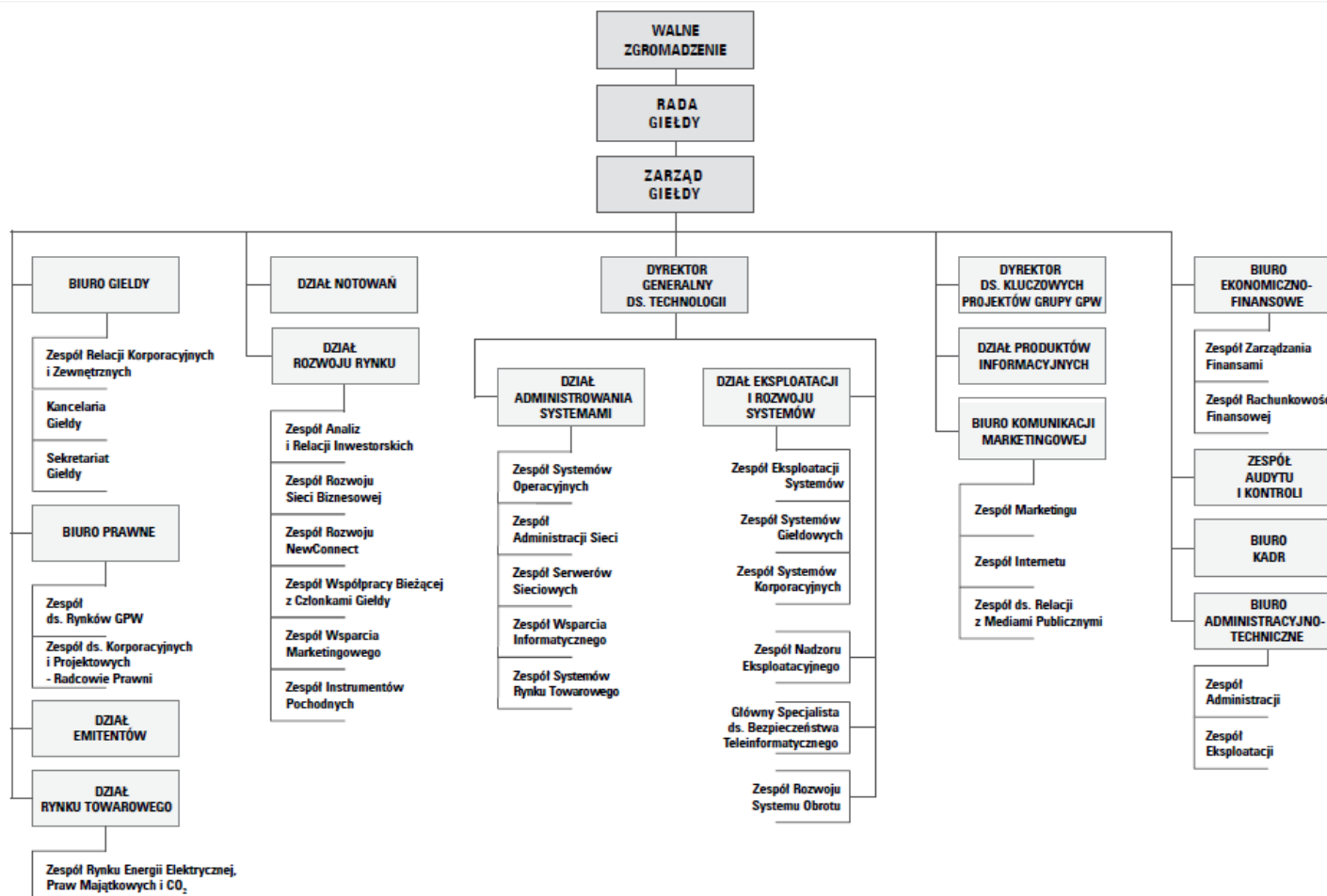
Rysunek 12. Rynki Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie



Źródło: Rocznik giełdowy 2011. Dane statystyczne za 2010 rok.

NewConnect, w przeciwieństwie do pozostałych rynków GPW, nie jest wyodrębniony w sensie prawnym ze struktur Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Co istotniejsze, nie jest on wyodrębniony w strukturze organizacyjnej, co ilustruje rysunek numer 13. Takie rozwiązanie wydaje się być słuszne z uwagi na podobieństwo tych rynków i ich obsługę. Bezzasadne byłoby powielanie większości funkcji dedykowanych oddzielnie dla rynku regulowanego i alternatywnego. W dziale rozwoju rynku wyodrębniono natomiast zespół rozwoju rynku NewConnect.

Rysunek 13. Struktura organizacyjna GPW S.A. na dzień 1 stycznia 2011 roku



Źródło: Rocznik giełdowy 2011. Dane statystyczne za 2010 rok.

2.4. Zasady funkcjonowania rynku alternatywnego

Zgodnie z definicją Januszkiewicza giełda to „regularne, odbywające się w określonym miejscu i czasie, podporządkowane określonym normom i zasadom spotkania osób pragnących zawrzeć umowę kupna-sprzedaży oraz podmiotów pośredniczących w zawieraniu transakcji, których przedmiot stanowią zamienne papiery wartościowe, przy czym obiektywne warunki cenowe transakcji ustalane są na podstawie popytu i podaży, a następnie podawane do wiadomości publicznej” [Januszkiewicz 1991, s. 120]. Podobnie określa ją Jajuga pisząc, że giełda to „regularne, odbywające się w określonym czasie i miejscu, podporządkowane określonym zasadom spotkanie stron składających zlecenia kupna i sprzedaży instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu (...)” [Jajuga 2009, s. 5]. Zgodnie z tymi definicjami giełdy cechuje:

- stałość miejsca i czasu obrotu papierami wartościowymi,
- zewnętrzne i wewnętrzne regulacje zasad obrotu,
- udział pośredników (członków giełdy) w zawieraniu umów kupna-sprzedaży papierów wartościowych,
- homogeniczność przedmiotu obrotu,
- mechanizm wolnego rynku,
- transparentność obrotu.

Alternatywne systemy obrotu są rynkami kasowymi na których handel odbywa się elektronicznie. Dyspozycje kupna lub sprzedaży złożone przez internet, telefonicznie lub osobiście w firmie inwestycyjnej będącej członkiem giełdy przekazywane są do systemu transakcyjnego. Na NewConnect stroną transakcji może być tylko członek rynku lub Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Rozliczenie nabycia lub zbycia akcji następuje po trzech dniach (T+3). Przekazywane na rynek zlecenia zawierają¹³:

- nazwę lub kod instrumentu finansowego, którego zlecenie dotyczy,
- rodzaj oferty (kupno lub sprzedaż),
- limit ceny lub polecenie wykonania zlecenia bez określania limitu ceny,
- liczbę instrumentów finansowych będących przedmiotem transakcji,
- termin ważności zlecenia,
- nazwę lub kod wystawcy zlecenia,

¹³ Szerzej w załączniku numer 2 do Regulaminu ASO, Nr 0212, pkt. 1.

- datę wystawienia zlecenia,
- numer własny,
- datę ważności lub oznaczenie ważności,
- identyfikator konta,
- kod uczestnika rozliczającego.

Inwestorzy mogą składać zlecenia takie same, jak w przypadku rynku regulowanego. Składając zlecenie określa się kryteria cenowe oraz dodatkowe warunki. Podstawowym typem zlecenia jest zlecenie z limitem ceny (Limit), który określa poziom, poza którym zlecenie nie będzie wykonane. Dla zlecenia kupna oznacza to maksymalną, a dla zlecenia sprzedaży minimalną akceptowalną cenę. Pozostałe warunki cenowe zleceń to:

- zlecenie po cenie rynkowej (PCR) – zlecenie będzie realizowane po najlepszej cenie w arkuszu zleceń, przy czym jeżeli nie będzie możliwe wykonanie całego zlecenia po tej cenie, pozostała część zamieni się w zlecenie z limitem równym tej cenie,
- zlecenie po cenie rynkowej na otwarcie (PCRO) – zlecenie będzie realizowane po cenie określonej jako kurs otwarcia,
- zlecenie po każdej cenie (PKC) – dyspozycja kupna lub sprzedaży wykonywana będzie niezależnie od ceny.

Dodatkowe warunki zleceń to:

- minimalna wielkość wykonania (Wmin) – pozwala na realizację transakcji tylko w przypadku, gdy określona jej część może być zrealizowana,
- limit aktywacji (LimAkt) – zlecenie staje się aktywne pod warunkiem osiągnięcia przez kurs podanej ceny. Umożliwia to składanie zleceń *stop loss* (warunek połączony z warunkiem „po każdej cenie”) lub *stop limit* (warunek połączony ze zleceniem z limitem).
- wielkość ujawniana (WUJ) – umożliwia złożenie zlecenia, które w arkuszu zleceń będzie ujawniane stopniowo wraz z realizacją poszczególnych transz zlecenia.

W przypadku, gdy w dyspozycji nie określono dokładnego dnia, do którego zlecenie ma obowiązywać, należy wybrać jeden z warunków daty ważności:

- ważne do końca dnia (DZIEŃ),
- ważność domyślna (DOM) – ważne bezterminowo,

- ważne do pierwszego wykonania (WiN) – zlecenie jest realizowane natychmiast a niezrealizowana część traci ważność,
- wykonaj lub anuluj (WuA) – zlecenie jest realizowane natychmiast pod warunkiem, że może być zrealizowane w całości. W przypadku, gdy jest to niemożliwe, zlecenie traci ważność.

Zlecenia realizowane są z uwzględnieniem priorytetu ceny i czasu. Oznacza to, iż w pierwszej kolejności realizowane są zlecenia z lepszą ceną. W przypadku tych samych warunków cenowych, jako pierwsza zrealizowana zostanie dyspozycja złożona najwcześniej. Kurs otwarcia oraz kurs zamknięcia na rynku NewConnect wyznaczany jest w oparciu o następujący algorytm:

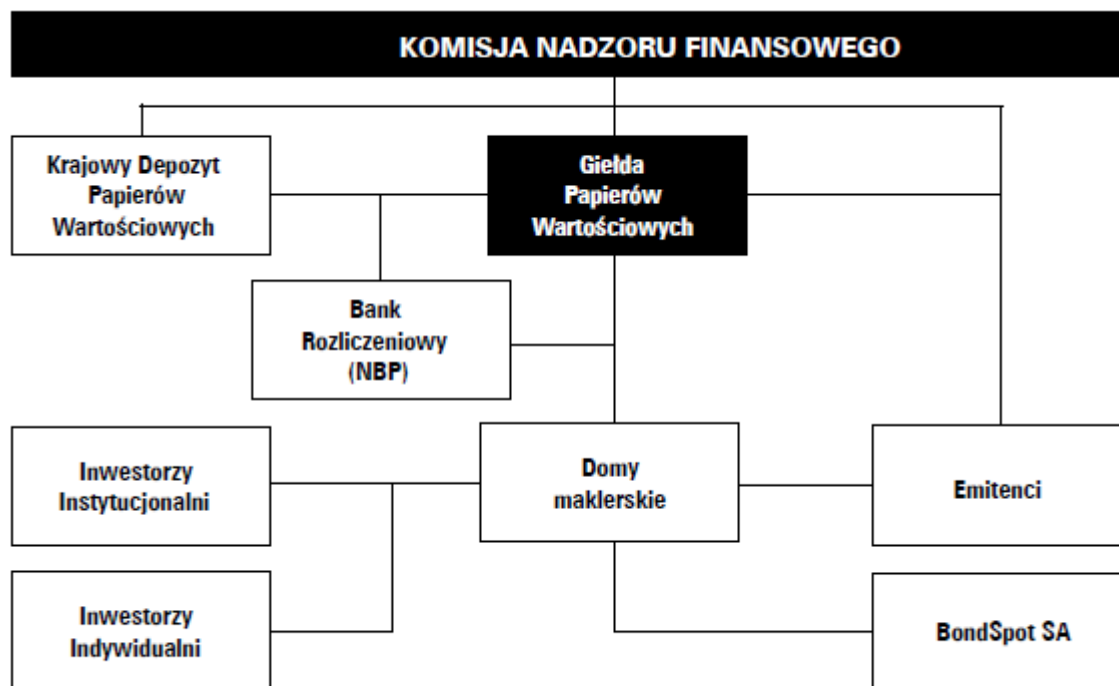
- maksymalizacja wolumenu obrotu dla wyznaczonego kursu,
- minimalizacja przy wyznaczonym kursie różnicy między liczbą instrumentów zgłaszanych do sprzedaży oraz kupna,
- minimalizacja zmiany kursu względem ceny odniesienia.

Notowania w ramach rynku NewConnect od początku jego istnienia odbywają się od poniedziałku do piątku, z wyjątkiem określanych przez GPW dni bez sesji – analogicznie jak na rynku regulowanym. W obrocie mogą znajdować się: zdematerializowane akcje, prawa do akcji (PDA), prawa poboru (PP), kwity depozytowe i inne udziałowe instrumenty finansowe.

2.5. Infrastruktura i instytucje rynku NewConnect

Omawiając infrastrukturę i instytucje działające na rynku NewConnect należy wskazać przede wszystkim uczestników rynku giełdowego w Polsce. Zarówno na rynku regulowanym jak i alternatywnym występują te same podmioty widoczne na rysunku numer 14. Jednak zakres ich działalności i odpowiedzialności, zwłaszcza w przypadku Komisji Nadzoru Finansowego oraz samej Giełdy Papierów Wartościowych, jest inny. W niniejszym rozdziale pominięto opis i analizę dwóch najważniejszych grup uczestników: inwestorów i emitentów, z uwagi na fakt, iż grupom tym poświęcone są odrębne rozdziały pracy.

Rysunek 14. Uczestnicy rynku giełdowego w Polsce



Źródło: Rocznik giełdowy 2011. Dane statystyczne za 2010 rok.

Komisja Nadzoru Finansowego w ramach Alternatywnego Systemu Obrotu ma ograniczone zadanie w porównaniu do rynku regulowanego. Odpowiada ona za wykrywanie i karanie za nadużycia takie jak wykorzystywanie informacji poufnych lub manipulacje kursami. Sprawuje także nadzór nad ustawowymi obowiązkami spółek publicznych. Ma jednak mniejszy wpływ na organizację samego rynku z uwagi na fakt, iż jest on regulowany przez giełdę a nie prawo wewnątrzspółnotowe. Nie oznacza to jednak, iż KNF nie może wpływać na kształt i funkcjonowanie tego rynku. W lutym 2011 roku komisja opracowała rekomendacje zmian, które miały wpłynąć na poprawę ochrony uczestników rynku. Proponowane zmiany miałyby dotyczyć m.in. informacji poufnych i trybu ich przekazywania, obowiązkowych publikacji wycen wkładów niepieniężnych na pokrycie emisji akcji i uściślenia pojęcia prognoz finansowych. Do maja 2012 organizator rynku NewConnect nie wprowadził zmian w tym zakresie.

Analogicznie do rynku regulowanego w zawieraniu transakcji na giełdzie pośredniczą firmy inwestycyjne (domy maklerskie) będące członkami rynku. Zgodnie z regulaminem

rynku stroną transakcji w ramach ASO może być wyłącznie członek rynku¹⁴, który „składa zlecenie w imieniu własnym na rachunek klienta lub własny”. Członkowie rynku alternatywnego są tożsami z członkami na rynku regulowanym. W marcu 2012 roku członkami rynku było 61 podmiotów, z czego 30 to podmioty zagraniczne. Członkowie zdalni (zagraniczni) wpływają w sposób bezpośredni na dostęp zagranicznych inwestorów do działania na GPW, przez co podmioty te są istotne z perspektywy rozwoju rynku kapitałowego. Zdalni członkowie GPW mają swoje siedziby w takich krajach, jak: Austria, Bułgaria, Cypr, Czechy, Estonia, Francja, Litwa, Niemcy, Rosja, Rumunia, Szwajcaria, Szwecja, Węgry, Wielka Brytania. Wspomniane podmioty mogą wpływać na popularyzację warszawskiego rynku, przez co mogą przyczyniać się do pozyskiwania zagranicznych emitentów. W tym ujęciu, z uwagi na strategię GPW, najistotniejsze są podmioty z krajów Europy Środkowej i Wschodniej.

GPW w ramach prowadzonych programów partnerskich dąży do pozyskiwania partnerów, którzy wpiszą się w strategię spółki. Na początku 2012 roku istniały trzy takie programy:

- „Firmy Partnerskie GPW dla MSP” – przeznaczony dla firm inwestycyjnych, prawniczych, audytorskich oraz firm doradztwa finansowego, przeprowadzających oferty publiczne do 100 mln PLN. Warunkiem uzyskania znaku promocyjnego jest przeprowadzenie oferty, której koszt nie przekracza 5% pozyskanego kapitału lub przeprowadzenie dwóch ofert publicznych w przeciągu dwóch lat.
- „Liderzy rynku pierwotnego” – jego adresatami są te same podmioty co w przypadku programu „Firmy Partnerskie GPW dla MSP”. Warunkiem uzyskania marki „lidera rynku pierwotnego” jest przeprowadzenie w każdym dwuletnim okresie co najmniej pięciu ofert publicznych o łącznej wartości minimum 300 mln PLN.
- „WSE IPO Partner” – powstał w połowie listopada 2006 roku, mając na celu pozyskiwanie partnerów zagranicznych, którzy wspomagać będą działania akwizycyjne (nowi emitenci) i promocyjne GPW. W marcu 2012 roku tytuł „WSE IPO Partner” posiadało 28 podmiotów z takich krajów, jak na przykład Białoruś, Bułgaria, Gruzja, Czechy, Ukraina i Węgry.

Infrastruktura obrotu papierami wartościowymi na rynku NewConnect opiera się o system transakcyjny WARSET. Zapewnia on całkowitą automatyzację przesyłania zleceń

¹⁴ Stroną transakcji może być także Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych na zasadach określonych w umowie z organizatorem rynku.

i zawierania transakcji. Z uwagi na przestarzałe i nieodpowiadające dzisiejszym wymaganiom rozwiązania, GPW postanowiła dokonać wymiany systemu. W połowie 2010 roku Giełda podpisała umowę o strategicznej współpracy z NYSE Euronext zakładającą migrację platformy na Uniwersalną Platformę Obrotu NYSE Technologies™ (ang. *UTP – Universal Trading Platform*). Uruchomienie nowego systemu planuje się na 2 listopada 2012 roku. Zmiana umożliwi szybszą pracę systemu i poszerzy jego funkcjonalności, co zdaniem GPW powinno przełożyć się na wzrost wolumenu obrotu. Może również wiązać się z nową kategorią inwestorów dokonujących transakcji o wysokiej częstotliwości lub wykorzystujących handel algorytmiczny.

2.6. Metody i system notowań

Specyfika ASO i emitentów notowanych na tych rynkach wymaga od organizatorów dostosowania metod i warunków obrotu dla zagwarantowania ASO bezpieczeństwa. W tym celu praktyki z rynków podstawowych poddaje się pewnym modyfikacjom.

Na rynku NewConnect notowania spółek mogą odbywać się w ramach rynku kierowanego zleceniami oraz rynku kierowanego cenami. Na rynku kierowanym zleceniami notowania mogą odbywać się w systemie notowań ciągłych oraz w systemie notowań jednolitych. W przypadku rynku kierowanego cenami jedynym systemem notowań są notowania ciągłe. Na koniec 2011 roku tylko jedna ze spółek notowana była w systemie notowań jednolitych. Pomimo iż taki system zwiększa bezpieczeństwo obrotu to oczekiwania inwestorów (dotyczące możliwości zawarcia transakcji podczas całej sesji giełdowej) decydują o wyborze, jakiego dokonują spółki.

W przypadku rynku kierowanego zleceniami obligatoryjne jest korzystanie z usług animatora, chyba że organizator postanowi inaczej. Zgodnie z regulaminem rynku NewConnect: „Animatorem Rynku jest Członek Rynku lub podmiot będący firmą inwestycyjną lub zagraniczną firmą inwestycyjną niebędący Członkiem Rynku, który na mocy umowy z Organizatorem Alternatywnego Systemu zobowiązał się do dokonywania na własny rachunek na rynku kierowanym zleceniami czynności mających na celu wspomaganie płynności obrotu instrumentami finansowymi danego emitenta, na zasadach określonych przez Organizatora Alternatywnego Systemu. Podmiot niebędący Członkiem Rynku wykonuje czynności Animatora Rynku za pośrednictwem Członka Rynku uprawnionego do działania na rachunek klienta” [Regulamin ASO 2011, Oddział 3 Animatorzy rynku, § 20 pkt 1, s. 25].

Jeżeli przemawia za tym poziom płynności, organizator może po dwóch latach od debiutu zwolnić emitenta z obowiązkowego wspierania płynności przez animatora. Harmonogram sesji rynku kierowanego zleceniami jest taki sam jak rynku regulowanego GPW w Warszawie. Niezależnie od ceny instrumentu krok notowań stanowi 0,01 waluty, w której notowane są akcje. Dla bezpieczeństwa obrotu na rynku funkcjonują statyczne widełki cenowe zawieszające notowania w przypadku zmian +/- 20% od ceny odniesienia, z możliwością rozszerzenia do +/- 44%. Na NewConnect nie występują widełki dynamiczne. Harmonogram sesji przedstawia się analogicznie do regulowanego rynku kasowego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, co pokazuje tabela numer 17.

Tabela 17. Harmonogram sesji ciągłej NewConnect w systemie notowań kierowanych zleceniami

8:00 – 9:00	Faza przed otwarciem
9:00	Otwarcie (ustalenie kursu otwarcia)
9:00 – 17:20	Faza notowań ciągłych
17:20 – 17:30	Faza przed zamknięciem (zlecenia są przyjmowane ale nierealizowane)
17:30	Zamknięcie (ustalenie kursu zamknięcia)
17:30 – 17:35	Dogrywka (możliwość zawarcia transakcji po cenie zamknięcia)

Źródło: Regulamin ASO [2011, Załącznik nr 2].

W przypadku wyboru rynku kierowanego cenami (takiego, jaki istnieje na Nasdaq) emitent musi posiadać umowę zawartą z co najmniej jednym *market makerem*. Zgodnie z regulaminem NewConnect „Market Makerem jest Członek Rynku lub podmiot będący firmą inwestycyjną lub zagraniczną firmą inwestycyjną niebędący Członkiem Rynku, który na mocy umowy z Organizatorem Alternatywnego Systemu zobowiązał się do składania na rynku kierowanym cenami ofert kupna i sprzedaży na zasadach określonych przez Organizatora Alternatywnego Systemu. Podmiot niebędący Członkiem Rynku wykonuje czynności Market Makera za pośrednictwem Członka Rynku uprawnionego do działania na rachunek klienta” [Regulamin ASO 2011, Oddział 3 Animatorzy rynku, § 21 pkt 1, s. 26].

W przypadku rynku kierowanego cenami dostępne są tylko dwa rodzaje zleceń. Pierwszy rodzaj zlecenia przeznaczony dla *market makerów* to zlecenie z limitem ceny. Drugie zlecenie z limitem ceny i dodatkowym warunkiem wykonaj lub anuluj (WUJ – data ważności do pierwszego wykonania) dla inwestorów. Rynek ten odróżnia brak fazy otwarcia i zamknięcia. Notowania ciągłe odbywają się od 9:30 do 16:10, a jedną stroną każdej transakcji musi być *market maker*. Na NewConnect do tej pory wszystkie spółki wybierają rynek kierowany

zleceniami, co w dużej mierze wynikać może z braku przygotowania i braku doświadczenia instytucji wspierających, obok organizatora, funkcjonowanie rynku.

Wśród analizowanych europejskich giełd alternatywnych dominuje system notowań kierowanych zleceniami w trybie notowań ciągłych. Relatywnie duża część ASO umożliwia tryb notowań jednolitych z fixingami dla instrumentów o mniejszej płynności. Rzadziej, jak w wypadku Free Market, uczestnicy rynku mają do dyspozycji tylko tryb notowań jednolitych. Może wynikać to z oczekiwań inwestorów, którzy chcą mieć możliwość zawierania transakcji w każdym momencie w celu natychmiastowej reakcji na wydarzenia i informacje napływające od spółek i z otoczenia. W przypadku notowań jednolitych z fixingami możliwość zawarcia transakcji jest ograniczona do liczby fixingów w ciągu dnia.

2.7. Charakterystyka emitentów na rynku NewConnect

Na koniec 2011 roku na rynku NewConnect notowanych było 369 spółek z czego siedem to podmioty zagraniczne z siedzibą w Bułgarii, Czechach, na Ukrainie i w Wielkiej Brytanii. Pochodzenie geograficzne emitentów przedstawia tabela numer 18.

Tabela 18. Pochodzenie zagranicznych emitentów na rynku NewConnect

Kraj	Liczba emitentów
Bułgaria	1
Czechy	3
Ukraina	1
Wielka Brytania	2

Źródło: Opracowanie własne.

Wśród podmiotów krajowych największa liczba emitentów (blisko 40% emitentów) miała siedzibę w województwie mazowieckim. Aktywne na rynku alternatywnym były także przedsiębiorstwa z siedzibą w województwach dolnośląskim (51 spółek), śląskim (47 spółek) oraz wielkopolskim (28 spółek). Najmniej reprezentantów na NewConnect miały województwa wschodniej i południowo-wschodniej Polski.

Tabela 19. Struktura geograficzna emitentów na rynku NewConnect

Województwo	Liczba emitentów
dolnośląskie	51
kujawsko-pomorskie	8
lubelskie	4
lubuskie	4
łódzkie	18
małopolskie	15
mazowieckie	145
opolskie	3
podkarpackie	1
podlaskie	2
pomorskie	19
śląskie	47
świętokrzyskie	4
warmińsko-mazurskie	7
wielkopolskie	28
zachodniopomorskie	6

Źródło: Opracowanie własne.

Tworząc rynek NewConnect organizatorowi przyświecała idea utworzenia platformy obrotu wspierającej finansowanie innowacyjnych, małych i średnich firm we wczesnych etapach rozwoju. Organizator nie ograniczył przy tym dostępu do rynku podmiotom nie mieszczącym się we wskazanych ramach. Jak wynika z tabeli numer 20 praktyka zweryfikowała jednak wspomniane oczekiwania. Na koniec 2011 roku na warszawskim ASO najliczniej reprezentowany był sektor handlu (15,7% wszystkich emitentów). W dalszej kolejności wiodącymi sektorami były usługi inne (13,0%), usługi finansowe (9,8%) i budownictwo (8,4%).

Tabela 20. Struktura branżowa spółek notowanych w ramach NewConnect

Sektor	Liczba emitentów
budownictwo	31
eco-energia	8
e-handel	9
handel	58
informatyka	29
inwestycje	28
media	25
nieruchomości	15
ochrona zdrowia	21
recykling	9
technologie	30
telekomunikacja	10
usługi finansowe	36
usługi inne	48
wypoczynek	12
RAZEM	369

Źródło: Opracowanie własne.

Analizę wielkości podmiotów przeprowadzono w oparciu o ich kapitalizację. Do obliczeń wykorzystano kursy akcji na koniec marca 2012 roku dla spółek notowanych na NewConnect na koniec 2011 roku. Na rynku dominowały podmioty małe – kapitalizacja blisko 85% spółek nie przekraczała 50,0 mln zł. Średnia wartość rynkowa wynosiła 25,1 mln PLN podczas gdy mediana zaledwie 9,8 mln PLN. Szczegółowy podział przedstawia tabela numer 21.

Tabela 21. Wielkość podmiotów notowanych na rynku NewConnect

Kapitalizacja spółek	Liczba emitentów
co najmniej 100 mln PLN	16
od 50 do 99,99 mln PLN	22
od 10 do 49,99 mln PLN	134
od 5 do 9,99 mln PLN	73
od 1 do 4,99 mln PLN	100
poniżej 1 mln PLN	4

Źródło: Opracowanie własne.

Na koniec 2011 roku średni okres funkcjonowania przedsiębiorstwa notowanego na NewConnect wynosił blisko 10 lat. W badaniu uwzględniono także historię poprzedników prawnych, których przekształcenie związane było z dostosowaniem formy prawnej do wymaganej spółki akcyjnej.

W momencie debiutu emitenci z rynku NewConnect prowadzili działalność średnio od blisko 8 lat. Mediana wyniosła 5 lat. Historia 28 podmiotów przekraczała 20 lat, a 20 spółek działało krócej niż jeden rok.

2.8. Alternatywne systemy obrotu a rynek regulowany

Większość europejskich giełd różnicuje rynek regulowany poprzez wyodrębnienie segmentów. Także na GPW obowiązuje podział na rynek podstawowy i równoległy. Zmiany i trendy w zakresie funkcjonowania giełd wymusiły i w dalszym ciągu wymuszają na nich poszerzanie oferty inwestycyjnej dla inwestorów w zakresie nowych instrumentów finansowych i równoległe poszerzenie oferty dla emitentów, dla których kryteria i wymogi rynku regulowanego dyskwalifikowały kapitał publiczny. Oba cele wyrażono poprzez utworzenie rynków alternatywnych. W rozdziale tym przedstawiono jak ASO wpisuje się w strategię GPW oraz co przemawiało na korzyść organizatora obrotu za otwarciem rynku. Na koniec analizie poddana została konkurencyjność rynku NewConnect względem rynku regulowanego GPW.

2.8.1. Rynek NewConnect jako narzędzie realizacji celów strategicznych Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie

Zasadność tworzenia i rozwijania ASO zweryfikować należy począwszy od zgodności i spójności przedmiotowego działania ze strategią organizatora. Misja rynków alternatywnych nie może być rozpatrywana w oderwaniu od misji jej operatora. W przypadku warszawskiej giełdy od początku jej działalności jest nią [Proniewski i Niedźwiecki 2009, s. 99]:

- przejrzysty, płynny a przez to efektywny rynek obrotu instrumentami finansowymi,
- wspieranie rozwoju rynku kapitałowego,
- zaspokajanie potrzeb uczestników rynku poprzez oferowanie usług najwyższej jakości,
- sprawny mechanizm alokacji kapitału.

Głównym celem Giełdy Papierów Wartościowych S.A. od 2006 roku stało się utworzenie regionalnego centrum finansowego, w którym giełda stanowiłaby kluczowy element [Proniewski i Niedźwiecki 2009, s. 100]. W tym kontekście ambicją NewConnect jest pozycja lidera alternatywnych systemów obrotu w Europie Środkowej i Wschodniej [Mikołajczyk i Kurczewska 2010, s. 71].

Wyznaczonym przez Giełdę Papierów Wartościowych celem dla rynku NewConnect było i jest [Jagiello 2007]:

- stworzenie systemu obrotu pozwalającego finansować małe podmioty o dużych perspektywach wzrostu,
- wsparcie rozwoju sektora spółek nowych technologii,
- wzrost nakładów w obszarze Badań i Rozwoju (B+R),
- rozwój zaplecza analitycznego,
- zacieśnienie współpracy z Firmami Partnerskimi w celu rozwoju polskiego rynku giełdowego,
- rozbudowa infrastruktury giełdowej będącej elementem tworzonego regionalnego Centrum Finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej.

NewConnect dedykowany jest podmiotom młodym, które funkcjonują nie dłużej niż 3-4 lata, cechują się perspektywnym rozwojem i zapotrzebowaniem na kapitał w wysokości od kilkuset tysięcy złotych i kapitalizacją do 20 mln zł [Mikołajczyk i Kurczewska 2010, s. 66].

Strategia Giełdy Papierów Wartościowych zakłada, że: „Giełda warszawska koncentruje się na zaspokajaniu potrzeb swoich klientów – emitentów, inwestorów, pośredników finansowych oraz dystrybutorów informacji przez rozwijanie produktów i poprawę jakości usług we wszystkich obszarach, w tym w zakresie technologii, praktyk operacyjnych i regulacji rynkowych. Jednocześnie Giełda aktywnie poszukuje nowych sposobów, metod i technik ułatwiających lub inicjujących korzystanie z instrumentów rynku kapitałowego, do pewnego stopnia kreując tym samym potrzeby uczestników obrotu”¹⁵.

Na strategię warszawskiej giełdy składają się dwa kluczowe działania. Pierwszym z nich jest tworzenie w Warszawie regionalnego ośrodka finansowego, który zapewni różnorodność form pozyskiwania kapitału dla emitentów oraz różnorodność możliwości inwestycyjnych dla

¹⁵ Szerzej w Strategia GPW, Raport roczny 2010, <http://www.raportroczny2010.gpw.pl/pl/strategia/strategia-gpw>, [dostęp: 20.12.2011].

inwestorów. Elementem tego filaru strategii warszawskiej giełdy było utworzenie alternatywnego systemu obrotu - NewConnect.

Drugim działaniem jest otwarcie rynku dla inwestorów oraz emitentów z kraju i z zagranicy. W tym celu GPW rozbudowuje sieci partnerów oraz członków rynku pozyskując zarówno globalne międzynarodowe instytucje finansowe, jak i lokalne firmy inwestycyjne. Przekłada się to na liczbę zagranicznych emitentów na giełdzie. W marcu 2012 roku na rynku NewConnect notowanych było 6 spółek zagranicznych, co stanowiło niespełna 2% spółek notowanych na tym rynku w porównaniu do 49 emitentów na rynku regulowanym (ponad 11% wszystkich emitentów). Liczby te wskazują, że do tej pory polskie ASO nie zbudowało jeszcze satysfakcjonującej pozycji w regionie. Można jednak przypuszczać, że w kolejnych latach w ślad za pionierami pojawią się naśladowcy, a udział zagranicznych emitentów na NewConnect zbliży się do struktury na rynku regulowanym.

Tabela 22. Zagraniczni emitenci na NewConnect

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Liczba zagranicznych emitentów	0	1	2	3	7
Kapitalizacja spółek zagranicznych (w mln PLN)	0	41	97	167	104

Źródło: NewConnect (2012).

Rynek NewConnect bez wątpienia wpływa na realizację strategii GPW. Dowodem na to jest jego wpływ na miejsce Giełdy w rankingu IPO w 2010 i 2011 roku. Jako jedna z nielicznych warszawska giełda odnotowuje dodatnią dynamikę nowych ofert, pokonując zarówno pod względem liczby jak i wartości m.in. takie rynki jak NASDAQ OMX, NYSE Euronext czy giełda w Luksemburgu. Szczegóły przedstawia tabela numer 23.

Tabela 23. Rynek IPO na wybranych europejskich giełdach w latach 2011-2010

Giełda	Liczba debiutów 2011	Zmiana % r/r	Wartość debiutów 2011 (w mln EUR)	Zmiana % r/r	Liczba debiutów 2010	Wartość debiutów 2010 (w mln EUR)
GPW	203	81%	4 050	6%	112	3 810
LSE	107	-13%	12 534	23%	123	10 214
NASDAQ OMX	30	25%	292	-86%	24	2 029
NYSE Euronext	25	-22%	144	-65%	32	417
Luxembourg	20	-46%	451	-43%	37	797

Źródło: Opracowanie własne na podstawie PriceWaterhouseCoopers (2010) i PriceWaterhouseCoopers [2011].

Przyczynę większej popularności rynku alternatywnego w Polsce na tle pozostałych europejskich ASO można upatrywać w negatywnych doświadczeniach uczestników zagranicznych rynków i lepiej rozwiniętych funduszach *Venture Capital* oraz sieciach aniołów biznesu. Ponadto w krajach Europy Zachodniej rynki publiczne utożsamiane są z miejscem przeznaczonym dla dużych międzynarodowych korporacji.

W analizowanym okresie na rynku NewConnect przeprowadzono 343 pierwszych ofert prywatnych i 14 pierwszych ofert publicznych, a debiutom 12 podmiotów nie towarzyszyła emisja akcji. Należy przy tym podkreślić, iż w większości przypadków oferty prywatne nie doszłyby do skutku, gdyby przedsiębiorstwa nie miały w planach upublicznienia w ramach ASO. Dlatego też oferty prywatne w tym kontekście należy traktować tylko jako prostszą metodę pozyskania kapitału z rynku publicznego. Szczegóły przedstawia tabela numer 24.

Tabela 24. Oferty na rynku alternatywnym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

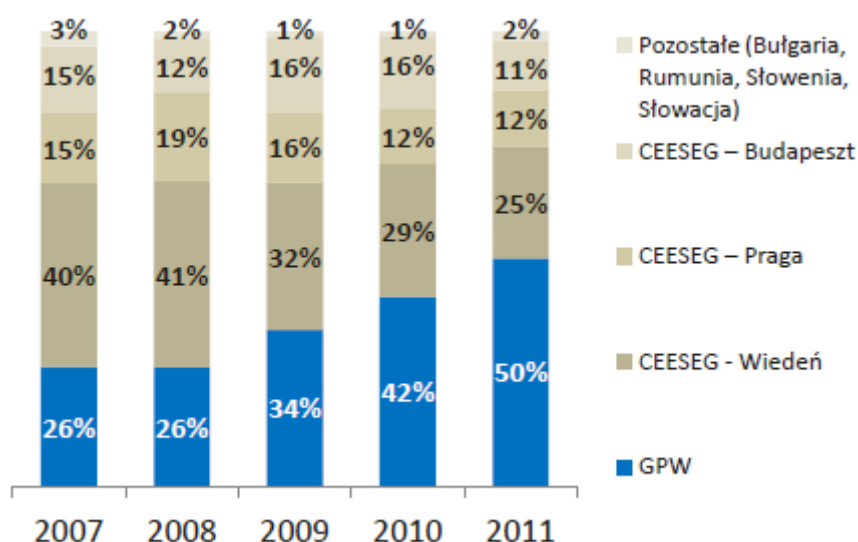
Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	RAZEM
liczba ofert prywatnych	20	53	25	81	164	343
liczba ofert publicznych	2	3	1	2	6	14
liczba debiutów bez oferty	2	5	0	3	2	12
RAZEM	24	61	26	86	172	369

Źródło: Opracowanie własne.

W najbliższym okresie należy nadal spodziewać się, że większość debiutów poprzedzać będą oferty prywatne, które oznaczają dla emitentów niższe koszty przeprowadzania procesu oraz znacznie krótszy okres jego trwania.

Efekty realizacji strategii Giełdy Papierów Wartościowych widoczne są na tle osiągnięć giełd z regionu. Jak wynika z rysunku numer 15 obroty na warszawskiej giełdzie stanowią około 50% obrotów akcjami na wybranych rynkach kapitałowych Europy Środkowej i Wschodniej. Porównanie nie uwzględnia rynków rosyjskich i tureckich, które są istotnie większe od polskiego parkietu, a swym zasięgiem i planami mogą konkurować z GPW.

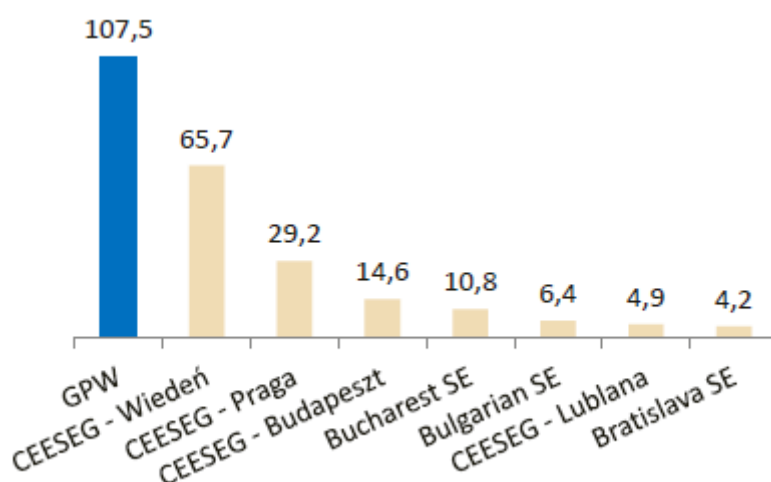
Rysunek 15. Udział giełd regionu Europy Środkowej i Wschodniej w obrotach akcjami



Źródło: www.gpw.pl na podstawie danych FESE, [dostęp: 18.03.2012].

Dominację GPW nad giełdami regionu widać w łącznej kapitalizacji rynku akcji. Jeszcze do niedawna porównywalne rynki warszawski i wiedeński dzieli obecnie wyraźna bariera. Miały na to wpływ prywatyzacja i sprzedaż spółek Skarbu Państwa poprzez giełdę oraz liczne debiuty na rynku regulowanym i alternatywnym. Wartość kapitalizacji poszczególnych rynków Europy Środkowej i Wschodniej przedstawia rysunek numer 16.

Rysunek 16. Kapitalizacja giełd region Europy Środkowej i Wschodniej w mld EUR. Stan na koniec 2011 roku



Źródło: www.gpw.pl na podstawie danych FESE, [dostęp: 18.03.2012].

Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości (PARP) w fazie tworzenia polskiego ASO sporządziła listę podmiotów zainteresowanych nowym systemem obrotu, wskazując na ponad 1000 podmiotów. Odnosząc to do liczby firm notowanych na rynku londyńskim można uznać, iż wartość ta może wyznaczać docelowy poziom wielkości rynku NewConnect.

Jak pokazują ostatnie lata rozwój rynku, NewConnect istotnie wpływa na realizację celów strategicznych GPW. Poprzez zwiększanie kapitalizacji i liczby spółek oraz obrotu na rynku wzrasta znaczenie warszawskiej giełdy w regionie. Z perspektywy kilku lat od ekspansji alternatywnych systemów obrotu wydaje się być niemożliwe tworzenie bez nich regionalnego centrum kapitałowego.

2.8.2. Charakterystyka nowych grup inwestorów

Zgodnie z podstawowymi założeniami GPW w Warszawie inwestorami na rynku alternatywnym mają być¹⁶:

- VC/PE,
- wyspecjalizowane fundusze zamknięte oraz fundusze *asset-management*,
- zamożne osoby prywatne,
- inwestorzy indywidualni o niskiej awersji do ryzyka.

¹⁶ Szerzej na www.newconnect.pl

Poza otwarciem na nowych emitentów w postaci małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnym etapie rozwoju, NewConnect sprawił, iż na rynku kapitałowym mogli pojawić się nowi inwestorzy. Wskutek poszerzenia oferty także dotychczasowi inwestorzy odnieśli korzyści. W grupie inwestorów, dla których NewConnect oznaczał nowe możliwości inwestycyjne, wymienić można przede wszystkim inwestorów indywidualnych oraz Otwarte Fundusze Emerytalne. Grupa ta dzięki ASO zyskała możliwość udziału i zaangażowania kapitałowego w przedsiębiorstwa we wczesnej fazie rozwoju. Wcześniej tego typu inwestycje mogły ograniczać się tylko do wyspecjalizowanych funduszy VC lub do udziału w sieciach aniołów biznesu. Oba rozwiązania wymagały relatywnie wysokiego zaangażowania kapitałowego i dyskryminowały inwestorów dysponujących niewielkimi środkami. NewConnect sprawił, iż grupa ta mogła rozpocząć samodzielne inwestycje w obszarze wcześniej niedostępnym. Dotyczy to zarówno inwestycji na rynku wtórnym, jak i w ramach rynku pierwotnego. W zależności od oferty i autoryzowanego doradcy udział w ofercie prywatnej (ang. *private placement*) wymaga zaangażowania od 10 tys. PLN wwyż.

W przypadku Otwartych Funduszy Emerytalnych istotne kryterium doboru instrumentów finansowych stanowią ograniczenia w zakresie inwestycji. Limity wskazane w art. 141 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych zabraniają OFE inwestycji w instrumenty udziałowe niedopuszczone do obrotu publicznego. Zatem instytucje te, podobnie jak inwestorzy indywidualni, nie mogły wcześniej inwestować na rynku małych i średnich firm we wczesnych etapach rozwoju. Jedynym rozwiązaniem mogły być inwestycje poprzez finansowanie publicznych funduszy VC. NewConnect umożliwił OFE lokowanie do 10% zarządzanych aktywów w atrakcyjnym, ale i ryzykownym segmencie rynku kapitałowego [Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 roku, art. 142, pkt 5a, podpunkt 4]. Podobna sytuacja może występować w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych¹⁷. O zainteresowaniu tych instytucji rynkiem alternatywnym świadczy analiza struktury akcjonariatu. W samym 2010 roku fundusze przekroczyły próg 5% w 19 spółkach z rynku NewConnect [Latek 2010]. Potwierdza to niezbędność i komplementarność ASO także z perspektywy inwestorów instytucjonalnych. Można spodziewać się, iż wraz z rozwojem rynku udział tego typu inwestorów w strukturze własnościowej przedsiębiorstw będzie rósł. Jednakże z perspektywy funduszy inwestycyjnych kluczowa będzie płynność papierów

¹⁷ Zgodnie z art. 20 punkt 1 Ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych zasady polityki inwestycyjnej funduszu określają typy i rodzaje papierów wartościowych będące przedmiotem lokat funduszu przy zachowaniu limitów, jakie nakłada na fundusz przedmiotowa ustawa.

wartościowych w obrocie, która będzie determinować możliwość kupna akcji, a w kolejnym etapie zapewni swobodną możliwość zarządzania pozycją oraz dezinwestycję.

Organizatorzy alternatywnych rynków tworząc nowe systemy obrotu w dużej mierze myśleli o mobilizacji funduszy VC/PE. Fundusze te mogą na kilka sposobów odnosić korzyści z uczestnictwa w ASO, począwszy od łatwiejszego dostępu i oceny przedsiębiorstw, aż po proces dezinwestycji. Szerzej wspomniane kwestie zostały opisane w rozdziale trzecim.

Alternatywny rynek wykreował nową grupę inwestorów – fundusze PreIPO. Pomimo trwającego relatywnie krótko procesu oferty prywatnej, przyszli emitenci mogą potrzebować środków, które pozwolą sfinansować działalność do zakończenia oferty. Podmioty te pełnią często rolę subemitenta, przez co pozwalają na finalizację oferty w przypadku braku zainteresowania inwestorów. Z uwagi na limit nakładany przez ustawę o ofercie (99 inwestorów) jest to bardzo istotne. W większości przypadków instytucje te są związane lub pełnią funkcję autoryzowanego doradcy na rynku NewConnect. Fundusze te poza wsparciem i gwarancją emisji na rynku alternatywnym mogą aktywnie wpływać na liczbę debiutów. Ich rozwój i prawidłowe funkcjonowanie jest bardzo ważne dla organizatora rynku i wiąże się ze wzrostem wielkości ASO.

2.8.3. Alternatywne systemy obrotu jako źródło pozyskiwania emitentów na rynku podstawowym

Jednym z oczekiwań stawianych przez europejskie giełdy wobec ASO jest pozyskiwanie z ich pomocą nowych emitentów. Zaoferowanie tym przedsiębiorstwom możliwości wprowadzenia do obrotu akcji na rynku alternatywnym może być celem samym w sobie, ale także może być pierwszym krokiem do spełnienia w długim terminie celu, jakim jest pozyskanie emitenta na rynku regulowanym. Wsparcie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw może bowiem przyczynić się do powstania spółki akcyjnej na miarę rozwiniętego rynku giełdowego. GPW S.A., podobnie jak inni organizatorzy ASO, zachęca podmioty do przechodzenia z rynku alternatywnego na regulowany i stosuje wobec nich preferencyjne warunki. W praktyce jednak tylko jeden wymóg dotyczący minimalnej kapitalizacji jest nieznacznie niższy w stosunku do wymogów dla podmiotów nienotowanych w ramach ASO. Można zatem przypuszczać, iż polityka GPW w zakresie motywowania spółek do migracji pomiędzy rynkami jest niewystarczająca.

Tabela 25. Wymogi dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym GPW w Warszawie

Wymogi	Podmioty notowane na NewConnect	Pozostałe podmioty
Minimalna kapitalizacja	12 mln EUR	15 mln EUR
Nieograniczona zbywalność akcji	Tak	Tak
<i>Free float</i>	Akcjonariusze posiadający poniżej 5% głosów na walnym zgromadzeniu spółki posiadają co najmniej 15% wprowadzanych akcji oraz co najmniej 100 tys. akcji o wartości równej lub wyższej niż 1 mln EUR.	Akcjonariusze posiadający poniżej 5% głosów na walnym zgromadzeniu spółki posiadają co najmniej 15% wprowadzanych akcji oraz co najmniej 100 tys. akcji o wartości równej lub wyższej niż 1 mln EUR.

Źródło: http://www.gpw.pl/warunki_dopuszczenia, [dostęp: 19.11.2011].

Do końca 2011 roku z rynku NewConnect na rynek regulowany GPW przeszło 16 spółek, co szczegółowo przedstawia tabela numer 26. W większości przypadków podmioty te, już w momencie debiutu w ramach alternatywnego systemu obrotu, zapowiadały kolejny krok w postaci wprowadzenia akcji do obrotu na rynku regulowanym.

Tabela 26. Migracja z rynku NewConnect na rynek regulowany GPW

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Migracja z NewConnect na rynek regulowany GPW	0	1	1	8	6

Źródło: Opracowanie własne.

Jak wynika z danych z tabeli numer 27 tylko trzem z tego typu procesów towarzyszyło przeprowadzenie oferty publicznej związanej z emisją nowych akcji. Jedna z nich uwzględniała sprzedaż wcześniej wyemitowanych instrumentów. Oznacza to, iż podmiotom tym przyświecał inny cel w realizacji przedmiotowych działań.

Tabela 27. Zmiana rynku notowań z alternatywnego na regulowany na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Nazwa spółki	Rok zmiany rynku	Wielkość oferty towarzysząca zmianie rynku	Wielkość emisji nowych akcji towarzysząca zmianie rynku
MW Trade	2008	N/d	N/d
Centrum Klima	2009	N/d	N/d
Fast Finance	2010	N/d	N/d
Pragma Inkaso	2010	N/d	N/d
LST Capital	2010	N/d	N/d
Tesgas	2010	62 350 000,00 zł	58 000 000,00 zł
Krynicky Recykling	2010	14 705 120,90 zł	14 705 120,90 zł
Trans Polonia	2010	4 181 088,00 zł	4 181 088,00 zł
Powszechne Towarzystwo Inwestycyjne	2010	N/d	N/d
Eko Export	2010	N/d	N/d
Wadex	2011	N/d	N/d
Euroimplant	2011	N/d	N/d
Quercus TFI	2011	N/d	N/d
Grupa ADV	2011	N/d	N/d
Dom Maklerski WDM	2011	N/d	N/d
IQ Partners	2011	N/d	N/d

Źródło: Opracowanie własne.

Spółki zmieniły NewConnect na rynek regulowany po średnio 821 dniach, przy czym najkrócej notowana w ramach ASO była Centrum Klima (224 dni), a najdłużej Dom Maklerski WDM (1 419 dni).

Po pierwszych dwóch latach działalności Entry Standard 4% emitentów zmieniło rynek alternatywny na rynek regulowany Deutsche Borse [Beyer i Schikora 2010, s. 111]. Odsetek ten zbliżony jest do wyniku dla polskiego rynku kapitałowego.

Wydaje się, iż na zmianie rynku notowań zyskują wszyscy zainteresowani inwestorzy oraz emitent i organizator rynku. Inwestorzy zyskują lepszy dostęp do informacji wskutek bardziej rygorystycznych obowiązków informacyjnych emitentów i wymogu stosowania zasad ładu korporacyjnego. Mogą oni zyskać na wzroście płynności notowań instrumentów finansowych, wynikających z zainteresowania akcjami emitenta wśród inwestorów postrzegających rynek alternatywny jako zbyt ryzykowny. Podstawową korzyścią emitentów

wyduje się wzrost prestiżu i wiarygodności w oczach interesariuszy, wynikający z bycia nie tylko spółką publiczną, ale i notowaną na rynku regulowanym. Organizator rynku korzysta natomiast na świadczeniu dla emitenta usług o wyższej rentowności¹⁸. Badania wskazują, iż ogłoszenie przez spółkę zmiany rynku notowań nie mają wpływu na dodatnie lub ujemne ponadprzeciętne stopy zwrotu [Leitterstorf, Nicoletti i Winkler 2008; Board i in. 2006, s. 210-225]. Jenkinson i Ramadorai [2010] wykazali, że wśród firm, dla których zmiana rynku notowań wiązała się z dodatkową emisją akcji zaobserwować można dodanie ponadprzeciętne stopy zwrotu, gdy zmiana dotyczy przejścia z ASO na rynek regulowany oraz ujemne ponadprzeciętne stopy zwrotu, gdy zmiana dotyczy odwrotnej operacji.

Proces zmiany rynku notowań na polskiej giełdzie zbliżony jest do postępowania na rynkach zagranicznych. W przypadku, gdy wprowadzeniu akcji do notowań na rynku alternatywnym nie towarzyszyło sporządzenie prospektu emisyjnego, a jedynie dokument informacyjny emitent przed zmianą rynku musi sporządzić taki dokument. Następnie jest on zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego. Proces ten dotyczy także tych emitentów, którzy nie przeprowadzają żadnej oferty przy okazji przejścia na rynek regulowany.

W okresie pierwszych piętnastu lat funkcjonowania londyński AIM był źródłem 141 debiutów na rynku regulowanym London Stock Exchange. Nie wszystkim ASO udaje się w ten sposób wspierać rynki regulowane – do grudnia 2011 roku Oslo Axess zasilili norweski parkiet zaledwie w dwa podmioty. Na NewConnect spośród 369 debiutów do 31 grudnia 2011 roku 16 spółek (nieco ponad 4%) podjęło decyzję o zmianie rynku na regulowany. W raporcie rocznym GPW S.A. za 2010 rok wskazano, iż NewConnect z powodzeniem „wypełnia funkcję stymulatora rozwoju i awansu na główny parkiet GPW [GPW 2011].

Na rozwiniętych ASO (takich, jak AIM) przejścia spółek pomiędzy rynkami stają się coraz rzadsze i coraz więcej emitentów traktuje debiut na rynku jako cel sam w sobie, a nie jako krok pośredni do wprowadzenia akcji do obrotu na rynku regulowanym [Szczepankowski 2008, s. 92]. Może to oznaczać, że z czasem rynki alternatywne zaczynają pełnić funkcję oczyszczającą dla rynków regulowanych poprzez przyciąganie podmiotów niespełniających wymogów lub takich, które nie widzą potrzeby bycia notowanymi na rynkach urzędowych. Istotnym czynnikiem wpływającym na migracje między obydwoma rynkami może być koniunktura gospodarcza mająca odzwierciedlenie w wynikach finansowych spółek. Słabe wyniki i problemy finansowe mogą zmuszać przedsiębiorstwa do

¹⁸ Koszty obsługi emitenta po stronie Giełdy, z uwagi na podobieństwo rozwiązań, są zbliżone na rynku alternatywnym i regulowanym przy wyższych przychodach (opłatach).

szukania oszczędności, a przez to m.in. do zmiany rynku notowań na alternatywne, które wiążą się z niższymi kosztami dla emitentów.

2.8.4. Wielkość alternatywnych systemów obrotu względem rodzimych rynków podstawowych

Jak wykazano we wcześniejszej części pracy, aktualnie ASO są potrzebne rynkom regulowanym. Pozwalają wykorzystać potencjał, jaki drzemie w infrastrukturze i otoczeniu rynku, a który nie może być w pełni wykorzystany przez rynek regulowany. Rodzi się przy tym pytanie, czy jest zasadne i możliwe utworzenie alternatywnego systemu obrotu niezależnego i niezwiązanego z rynkiem regulowanym? I kolejne czy powodzenie ASO zależne jest od pozycji i wielkości rynku regulowanego? Wydaje się, że z uwagi na wysoki koszt wejścia oraz kluczową cechą w budowie rynku papierów wartościowych jaką jest zaufanie, w praktyce podmioty trzecie stając przed utworzeniem rynku alternatywnego musiałyby zmagać się z wieloma problemami, które ograniczałyby możliwość skutecznego konkurowania z operatorami giełdowymi. Powodzenie w tworzeniu ASO wydaje się uzależnione od pozycji rynku regulowanego prowadzonego przez tę samą giełdę. Przykłady europejskich rynków alternatywnych wskazują, że sukces możliwy jest do osiągnięcia przez regionalnych liderów, ale nie każda duża giełda może odnieść sukces na publicznym rynku kapitału podwyższonego ryzyka.

Tabela 28. Skala rynków alternatywnych na tle rodzimych rynków regulowanych na koniec 2011 roku

Rynek	Kapitalizacja (mln EUR)			Liczba emitentów		
	Alternatywny	Regulowany	%	Alternatywny	Regulowany	%
LSE	74 680	2 520 256	3,0%	1 143	1 365	83,7%
GPW	1 877	107 483	1,7%	351	426	82,4%
NASDAQ OMX	3 568	648 670	0,6%	136	642	21,2%
Deutsche Borse	13 518	912 421	1,5%	140	746	18,8%
Athens Stock Exchange	165	26 020	0,6%	14	272	5,1%
Vienna Borse	2 087	87 323	2,4%	29	158	18,4%
Oslo Stock Exchange	2 491	170 048	1,5%	47	195	24,1%
Borsa Italiana	357	333 300	0,1%	11	304	3,6%
Irish Stock Exchange	2 147	83 495	2,6%	25	30	83,3%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych FESE.

Dane w tabeli numer 28 wskazują, iż pod względem kapitalizacji rynku ASO nie są istotne dla europejskich giełd. Jednakże pod względem liczby emitentów ASO potrafią niemal dorównać rynkom regulowanym.

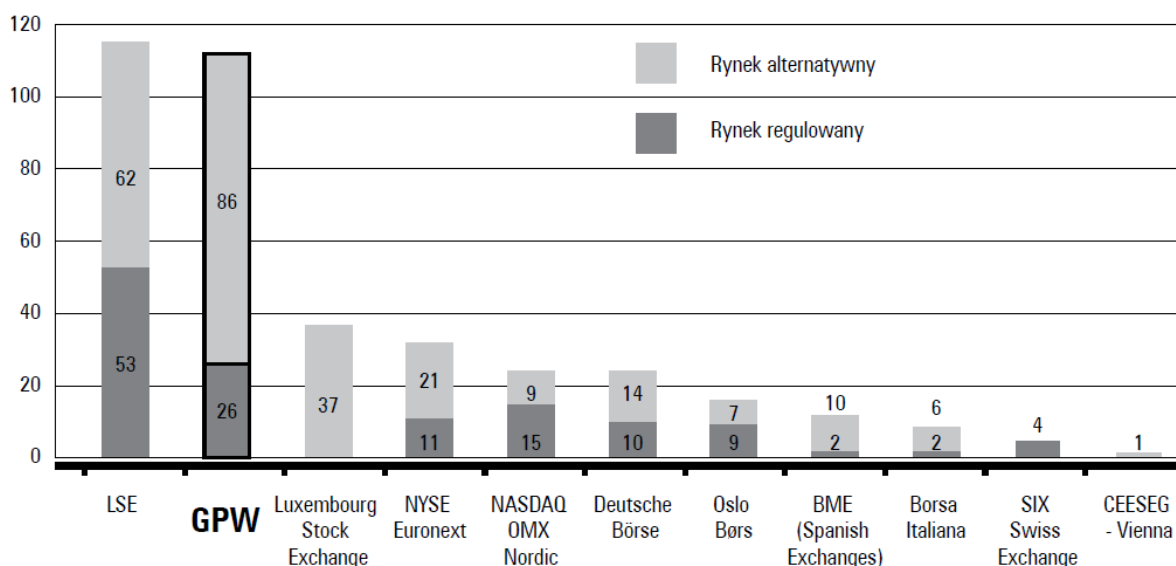
Tabela 29. Liczba debiutów i ofert na NewConnect w latach 2007-2011

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Liczba debiutów na NewConnect	24	61	26	86	172
Liczba debiutów na rynku regulowanym GPW*	81	33	13	34	38

Źródło: Opracowanie własne. *Uwzględnia przejścia z rynku NewConnect.

Sukcesy GPW w ostatnich latach, związane z czołową pozycją na rynku IPO, w dużej mierze wynikają z debiutów przedsiębiorstw na alternatywnym rynku, co widoczne jest w tabeli numer 29. Od 2008 roku ich liczba około dwukrotnie przewyższała liczbę wprowadzeń na rynek regulowany GPW, a w 2011 roku była ponad czterokrotnie większa. Wpływ ten potwierdza porównanie przedstawione na rysunku numer 17.

Rysunek 17. Debiuty na europejskich giełdach kapitałowych



Źródło: www.gpw.pl na podstawie IPO Watch Europe Report, nr 1-4, 2010, [dostęp: 14.01.2012].

2.8.5. Efekt kanibalizmu

Zjawisko kanibalizmu produktów lub usług polega na oferowaniu przez to samo przedsiębiorstwo produktów, które rywalizują między sobą zaspokajaniem tych samych potrzeb klientów [Conner 1988, s. 9-26]. Wskutek tego jeden produkt traci rynek na rzecz drugiego, przy jednoczesnych zewnętrznych nakładach organizacji, co oznacza niepotrzebne dublowanie podejmowanych wysiłków [Kall i Hajdas 2010, s. 94].

W odniesieniu do omawianej problematyki rynków kapitałowych efekt kanibalizmu polegałby na oferowaniu dwóch produktów zaspokajających te same potrzeby tych samych emitentów i inwestorów. Zatem, aby odpowiedzieć na pytanie - czy efekt kanibalizmu ma miejsce pomiędzy rynkiem regulowanym a rynkiem alternatywnym - należałoby rozpocząć analizę od porównania zaspokajanych przez nie potrzeb oraz weryfikacji czy na tych rynkach mamy do czynienia z tymi samymi emitentami oraz tymi samymi inwestorami.

W kontekście zaspokajanych potrzeb emitentów, z uwagi na „pojemną strukturę” alternatywnych systemów obrotu, wskazuje się na nie jako na konkurencję względem rynków regulowanych [Szczepankowski 2008, s. 94]. Rozwiązania przyjęte na ASO pozwalają czerpać korzyści z tych rynków zarówno młodym, jak i dojrzałym emitentom. Istotną cechą różnicującą rynek regulowany od rynku alternatywnego jest prestiż i wiarygodność w oczach interesariuszy, jakie zyskuje emitent będący spółką notowaną na danym rynku. Traktując wymóg dotyczący minimalnej kapitalizacji emitenta przed upublicznieniem na rynku regulowanym jako linię demarkacyjną pomiędzy adekwatnością rynku alternatywnego lub regulowanego, można wskazać na istnienie relatywnie dużej grupy przedsiębiorstw, dla których rynek alternatywny i regulowany stanowią dla siebie konkurencję. Na rynku regulowanym w marcu 2011 roku kapitalizacja aż 134 podmiotów krajowych (34%) nie przekraczała limitu 15 mln EUR (próg wynikający z wymogów GPW). W tym samym czasie na NewConnect wartość 30 podmiotów (8%) przewyższała ten limit.

W przypadku zaspokajania potrzeb inwestorów oba produkty wydają się być zbliżone. Różnicą może być mniejsza dbałość o ochronę inwestorów na rynkach alternatywnych, co wynika z liberalnych regulacji i relatywnie niskich wymagań informacyjnych zarówno w zakresie raportów bieżących, jak i okresowych. Pomimo wskazanych kluczowych różnic z perspektywy emitentów i inwestorów można uznać, iż oba rynki oferują niemal jednorodny produkt. Zarówno na rynku regulowanym jak i w ramach ASO emitenci mają możliwość pozyskania kapitału, a inwestorzy lokowania swoich oszczędności. Postawić należy pytanie, czy emitenci i inwestorzy działający na rynku regulowanym są tymi samymi, którzy

funkcjonują na rynku alternatywnym? Publicznie dostępne dane uniemożliwiają jednoznaczną odpowiedź na to pytanie. Z pewnością jednak nawet w przypadku, gdy mielibyśmy do czynienia z tymi samymi podmiotami, to cele i oczekiwania względem inwestycji na obu tych rynkach powinny być różne z uwagi na różnice w poziomie ryzyka i oczekiwanych stóp zwrotu. Jak zostało wskazane w niniejszym rozdziale, emitenci mogą być Ci sami, ale w większości przypadków na NewConnect są to inne, małe podmioty, które nie mają możliwości debiutu na GPW. Świadczyć o tym może fakt, iż w okresie od 2007 do 2011 roku średnia roczna wielkość oferty na rynku regulowanym była większa od średniej rocznej oferty na rynku NewConnect od 36-ściu (w 2007 roku) do 267 razy (w 2009 roku). Porównanie wielkości średnich ofert w poszczególnych latach prezentuje tabela numer 30.

Tabela 30. Średnie roczne wielkości ofert na warszawskim rynku alternatywnym i rynku regulowanym w latach 2007-2010 (w mln zł)

Średnia wielkość oferty	2007	2008	2009	2010	2011
Rynek regulowany GPW	225,2	282,6	537,5	551,6	224,5
Rynek alternatywny - NewConnect	6,3	3,0	2,0	2,7	4,2

Źródło: Opracowanie własne.

Rezultat przedmiotowej analizy czyni prawdopodobnym stwierdzenie, iż rynki te nie konkurują ze sobą wprost, przez co nie można wskazywać na efekt kanibalizmu pomiędzy rynkiem regulowanym a rynkiem alternatywnym. Nie wyklucza to jednak migracji emitentów między tymi dwoma rynkami. Mogą one występować w obu kierunkach. Na rynku AIM migracje z rynku regulowanego na ASO występują znacznie częściej i przewyższają liczbę migracji odwrotnych [Vismara, Paleari i Ritter 2012]. Na NewConnect do chwili obecnej wystąpiły tylko migracje w jedną stronę - na rynek regulowany. Przyczyny migracji emitentów między rynkami alternatywnymi a regulowanymi przedstawia tabela numer 31.

Tabela 31. Przyczyny migracji emitentów między rynkami regulowanymi i alternatywnymi

Powody zmiany rynku	Z rynku regulowanego na alternatywny		Z rynku alternatywnego na regulowany	
	Liczba odpowiedzi	Odsetek	Liczba odpowiedzi	Odsetek
Niższe koszty	39	31,7%	0	0,0%
Fuzje i przejęcia	38	30,9%	5	8,2%
Wzrost	35	28,5%	9	14,8%
Interes właścicieli	30	24,4%	39	63,9%
Większa elastyczność	25	20,3%	0	0,0%
Mniej regulacji	20	16,3%	0	0,0%
Korzyści finansowe	15	12,2%	0	0,0%
Podniesienie rozpoznawalności	8	6,5%	22	36,1%
Wymagania regulacyjne	2	1,6%	0	0,0%

Źródło: Vismara, Paleari, Ritter [2012, s. 27].

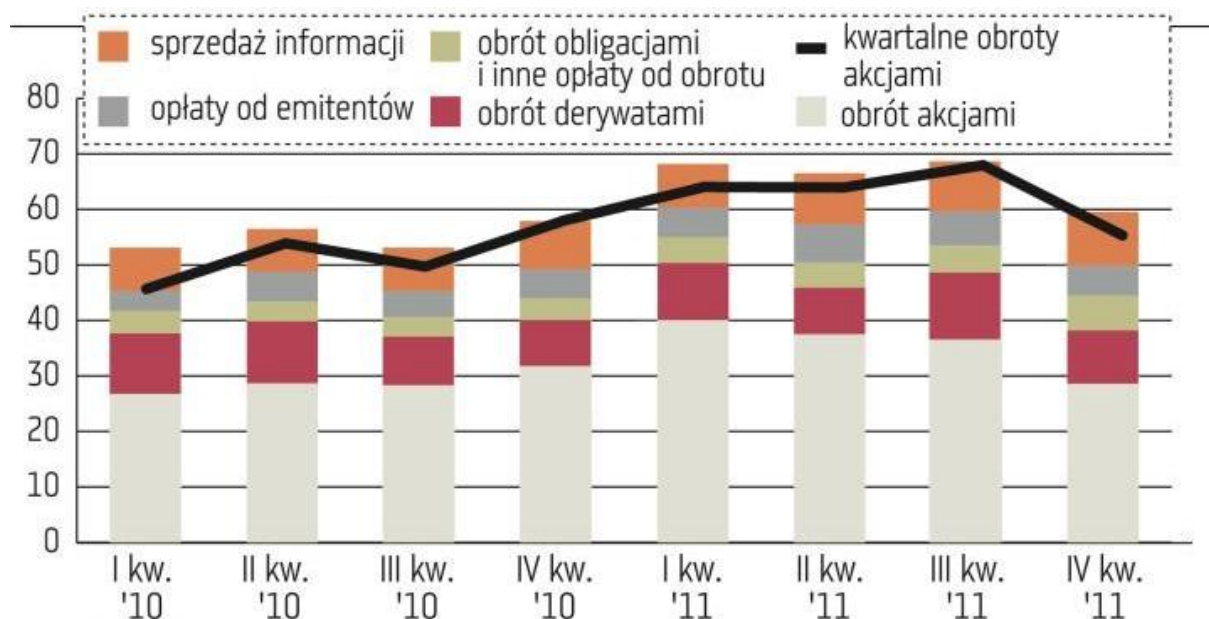
Najistotniejszym motywem zmiany rynku z regulowanego na alternatywny są niższe koszty ponoszone przez emitentów, a także zmiana rynków wynikająca z połączeń podmiotów. W przypadku odwrotnych migracji najczęściej wskazuje się na interes właścicieli oraz podniesienie rozpoznawalności przedsiębiorstwa jako na kluczowe czynniki determinujące takie działania.

2.9. Korzyści Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie z utworzenia rynku NewConnect

W 2010 roku Światowa Organizacja Własności Intelektualnej przyznała Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie nagrodę WIPO Creativity Award za platformę rozwoju innowacyjnych małych i średnich przedsiębiorstw oraz wdrażanie projektów związanych z nowymi technologiami i promowanie własności intelektualnej. Poza uznaniem ze strony otoczenia kluczowe korzyści z funkcjonowania NewConnect dla GPW mają charakter ekonomiczny.

Oplaty pobierane od emitentów oraz opłaty od obrotu akcjami stanowią dominujący udział w przychodach ze sprzedaży warszawskiej giełdy, co potwierdza rysunek numer 18.

Rysunek 18. Struktura przychodów ze sprzedaży (w mln PLN) Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle obrotów akcjami (w mld PLN)



Źródło: Krasuski [2012].

Z uwagi na istotnie niższe jednostkowe opłaty, pomimo dynamicznego wzrostu liczby emitentów, przychody z obsługi emitentów na rynku alternatywnym stanowią niewielką część z opłat pobieranych od emitentów na rynku regulowanym. Szczegółowo przedstawia to tabela numer 32.

Tabela 32. Przychody operatora z obsługi emitentów na rynku NewConnect

Wyszczególnienie	II kw. 2010	I kw. 2011	II kw. 2011	III kw. 2011	IV kw. 2011	I kw. 2012
Przychody z obsługi emitentów (w mln zł)	0,2	0,4	0,3	0,5	0,6	0,8
Udział przychodów z obsługi emitentów na NewConnect w porównaniu do rynku regulowanego	3,8%	8,5%	5,2%	9,4%	12,8%	18,6%

Źródło: Skrócone Śródroczne Sprawozdanie finansowe Giełdy Papierów Wartościowych S.A. za I półrocze 2011 roku, Raport kwartalny za I kwartał 2012 i III kwartał 2011 roku.

Aż 7,7% przychodów z tytułu obsługi emitentów w całym 2011 roku pochodziło od spółek z ASO, a w czwartym kwartale udział ten wyniósł blisko 13%. Wynik może zaskakiwać mając na uwadze fakt, iż kapitalizacja NewConnect w dniu 31 grudnia 2011 roku stanowiła zaledwie 1,7% kapitalizacji rynku regulowanego. Dalszy rozwój rynku i zmiany w cenniku NewConnect, wprowadzające istotnie wyższe opłaty obowiązujące z początkiem 2012 roku, z pewnością przyczynią się do wzrostu znaczenia rynku alternatywnego w wynikach finansowych Giełdy w przyszłych okresach. Ich efekt widoczny jest w wynikach pierwszego kwartału 2012 roku, kiedy udział przychodów z obsługi emitentów na rynku NewConnect wyniósł blisko 19% przychodów z tego tytułu na rynku regulowanym.

W latach 2009-2010 GPW dzieliła prowadzoną działalność na trzy segmenty, ze względu na rodzaj produktów i usług: obsługa obrotu, obsługa emitentów, sprzedaż informacji giełdowych. W sprawozdawczości finansowej nie analizowano przychodów i kosztów w podziale na segmenty operacyjne, tj. np. na rynek regulowany i rynek NewConnect¹⁹. Uniemożliwia to analizę dynamiki łącznych przychodów związanych z rynkiem NewConnect. Zainaugurowany w 2007 roku rynek miał z pewnością przełożenie na wyniki finansowe GPW S.A., jednakże jego skala dotychczas nie była znacząca, co wynikało głównie z relatywnie niskich obrotów na ASO

Tabela 33. Wybrane dane finansowe GPW S.A. w mln PLN

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Przychody netto ze sprzedaży	228,8	184,7	199,5	225,6	268,8
w tym przychody z obsługi emitentów na NewConnect	0,1	0,4	0,4	0,9	1,8
Zysk z działalności operacyjnej	146,4	71,1	79,5	91,8	134,0
Zysk netto	160,3	89,7	100,7	94,8	163,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Giełdy Papierów Wartościowych S.A.

¹⁹ Nota informacyjna nr 32. Informacje dotyczące segmentów działalności do skonsolidowanego sprawozdania finansowego GPW S.A. za 2010 rok

Źródła korzyści i przewagi konkurencyjnej dzięki utworzeniu NewConnect należy upatrywać w pozyskiwaniu spółek z regionu. Wysoka liczba emitentów i sprawny proces pozyskania kapitału oraz upublicznienia mogą przyciągnąć spółki z krajów ościennych oraz krajów z naszego regionu. Jest to zgodne z celami oraz strategią GPW i niesie za sobą korzyści związane ze wzrostem znaczenia jej rynków na tle konkurencji w Europie. Przejawia się to wkładem do wzrostu kapitalizacji giełdy, obrotów sesyjnych i transakcji pakietowych (tabela numer 34) oraz liczbie emitentów (tabela numer 35).

Tabela 34. Podstawowe dane dotyczące wielkości rynku NewConnect w latach 2007-2011

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
obroty sesyjne [w tys. zł]	302 565,96	826 441,55	1 079 394,92	3 506 652,05	1 858 478,93
liczba transakcji	59 674	247 576	323 729	877 947	1 082 130
kapitalizacja [w mln zł]	1 184,79	1 396,17	2 457,16	4 970,95	8 383,50
Liczba transakcji pakietowych	-	-	39	139	219
Wartość obrotu transakcji pakietowych [w tys. zł]	-	-	82 970,25	187 431,15	96 142,18
Liczba sesji	83	251	252	253	251

Źródło: www.newconnect.pl, [dostęp: 20.01.2012].

Tabela 35. Liczba spółek notowanych na rynku NewConnect

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Liczba spółek:	24	84	107	185	351
w tym zagraniczne:	0	1	2	3	7
Liczba debiutów:	24	61	26	86	172
Liczba wycofań:	0	1	3	8	6

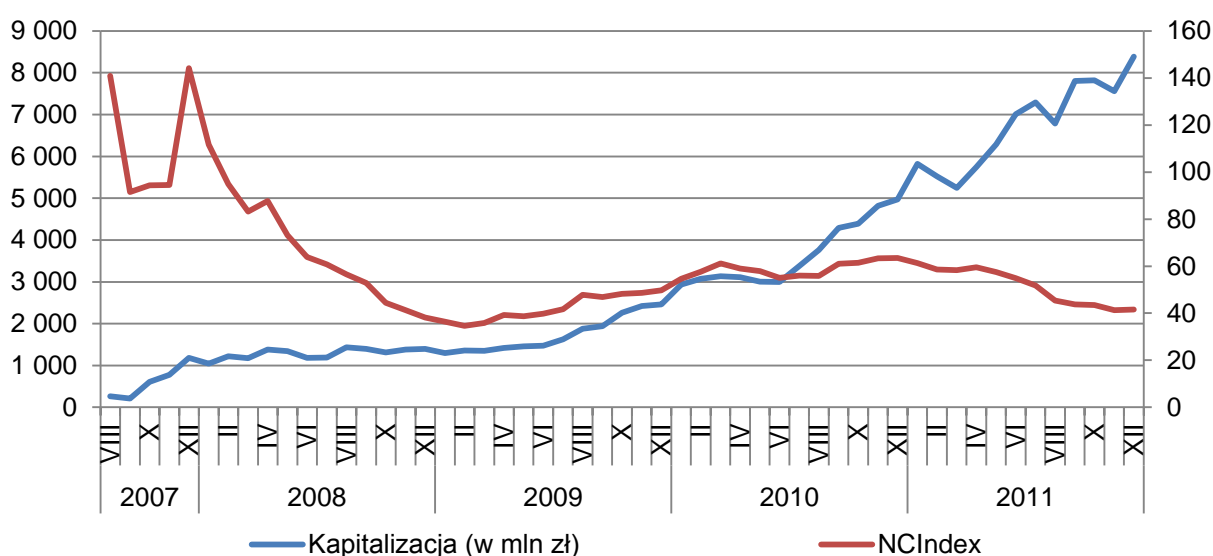
Źródło: www.newconnect.pl, [dostęp: 20.01.2012].

Szczepankowski zwraca uwagę, iż głównymi korzyściami z tworzenia alternatywnych systemów obrotu przez operatorów rynków regulowanych są: utrzymanie odpowiedniej

liczby inwestorów indywidualnych, zwiększenie oferty dostępnych instrumentów finansowych, wzrost liczby debiutów oraz utrzymanie lub zwiększenie płynności i kapitalizacji rynku [Szczepankowski 2008, s. 89].

Rynek NewConnect w analizowanym okresie systematycznie zyskiwał na znaczeniu przez wzrost jego kapitalizacji. Działo się tak pomimo przeceny na rynkach akcji i relatywnie wysokiej awersji wśród inwestorów do ryzykownych instrumentów finansowych. Rysunek numer 19 przedstawia wzrost kapitalizacji rynku w analizowanym okresie na tle indeksu NCindex.

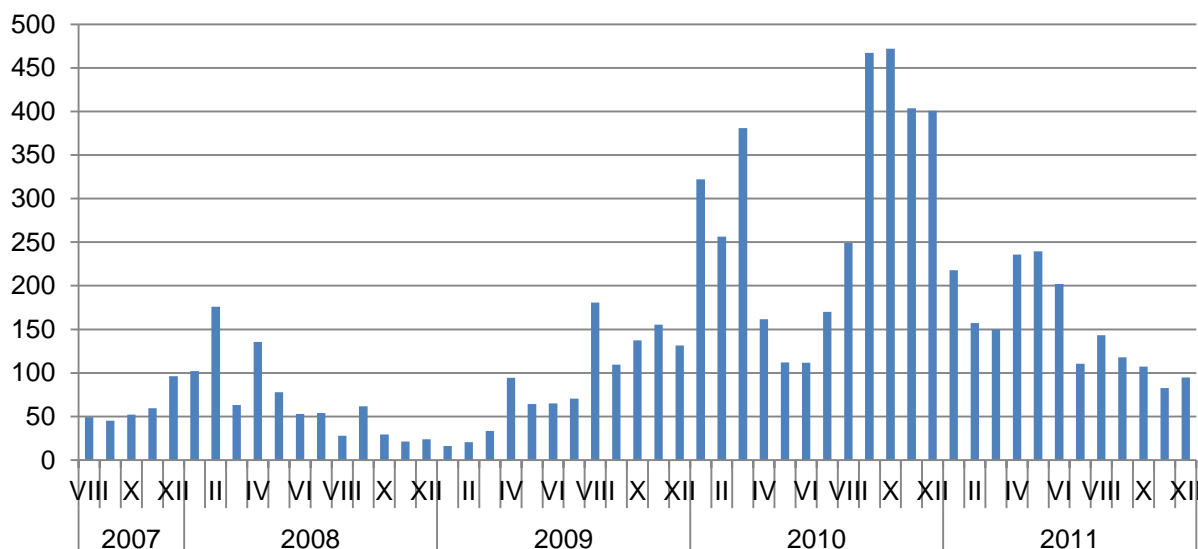
Rysunek 19. Kapitalizacja rynku NewConnect w latach 2007-2011



Źródło: Opracowanie własne.

Chociaż pod względem kapitalizacji NewConnect nie doświadczył wahań z uwagi na nastroje inwestorów, to okresy spadku cen akcji wiązały się także ze spadkiem miesięcznych obrotów na rynku. Spadek ten zauważalny był w 2008 i 2011 roku. Wartość obrotów w ujęciu miesięcznym na warszawskim alternatywnym rynku przedstawia wykres numer 20.

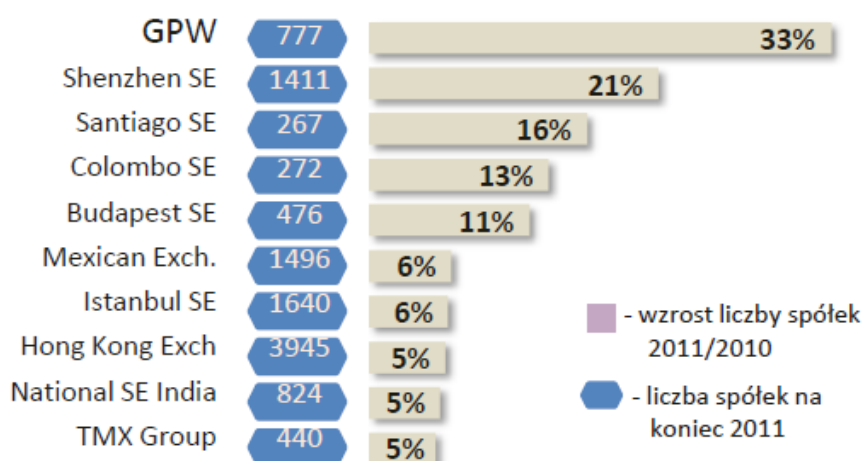
Rysunek 20. Obroty sesyjne na NewConnect w ujęciu miesięcznym w latach 2007-2011



Źródło: Opracowanie własne.

Decyzja GPW o utworzeniu rynku alternatywnego, choć była wynikiem naśladownictwa a nie efektem innowacji na skalę światową, w znaczącym stopniu przyczyniła się do wzrostu znaczenia warszawskiego rynku kapitałowego na tle światowych giełd. Mogą o tym świadczyć rankingi, w których GPW plasuje się wysoko, co potwierdza rysunek numer 21.

Rysunek 21. Giełdy na świecie o najwyższej dynamice liczby debiutów

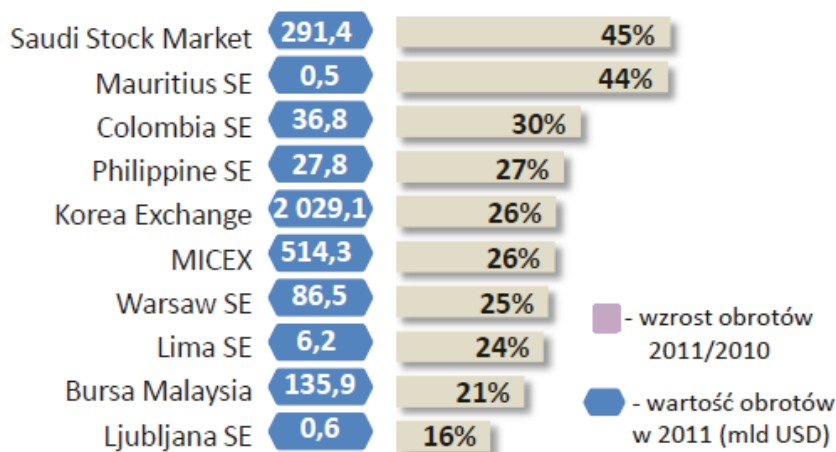


Źródło: www.gpw.pl na podstawie WFE, rynki regulowane i alternatywne, [dostęp: 18.03.2012].

Warszawska giełda zajęła w 2011 roku pierwsze miejsce na świecie pod względem dynamiki wzrostu liczby debiutów, uwzględniając zarówno rynek regulowany, jak i rynek

alternatywny. Jednocześnie pod względem dynamiki obrotów uplasowała się na siódmym miejscu na świecie i na pierwszym w Europie.

Rysunek 22. Giełdy na świecie o najwyższej dynamice wartości obrotów sesyjnych



Źródło: www.gpw.pl na podstawie WFE, transakcje sesyjne, [dostęp: 18.03.2012].

Analiza korzyści i kosztów ASO na przykładzie rynku NewConnect dowodzi, iż rynki te nie stanowią konkurencji względem rynków regulowanych. Pomimo, iż nie istnieją przesłanki, które ze względów formalnych i technicznych uniemożliwiałyby emitentom spełniającym wymogi rynku regulowanego debiut na rynku alternatywnym, należy uznać, iż nie zachodzi względem tych dwóch rynków efekt kanibalizmu. Zatem rynek NewConnect pozwala GPW na dywersyfikację ryzyka operacyjnego²⁰ i ryzyka reputacji oraz źródeł przychodów. Ponadto wpływa na wzrost znaczenia polskiego rynku kapitałowego, przez co buduje rozpoznawalność polskiego rynku regulowanego.

Potrzeba posiadania ASO w ofercie giełdy kapitałowej widoczna jest doskonale na przykładzie niemieckiego rynku. Entry Standard powstał zaledwie dwa lata po zamknięciu Neuer Markt przez Deutsche Borse. Zlikwidowany rynek nie przetrwał próby czasu w postaci „bańki internetowej” (ang. *internet bubble*) [Ofek i Richardson 2003, s. 1113-1135; Ljungqvist i Wilhelm 2003, s. 723-752]. Niedostosowanie oferty do oczekiwań inwestorów i emitentów mogłoby skutkować spadkiem znaczenia Deutsche Borse w kolejnych latach.

²⁰ Jako ryzyko operacyjne definiuje się zgodnie z Bazylea II ryzyko strat wynikające z zawodnych lub nieodpowiednich procesów wewnętrznych, działań ludzi i systemów lub ze zdarzeń zewnętrznych. Obejmuje ono ryzyko prawne i ryzyko braku zgodności.

ROZDZIAŁ 3. MOTYWY INWESTORÓW

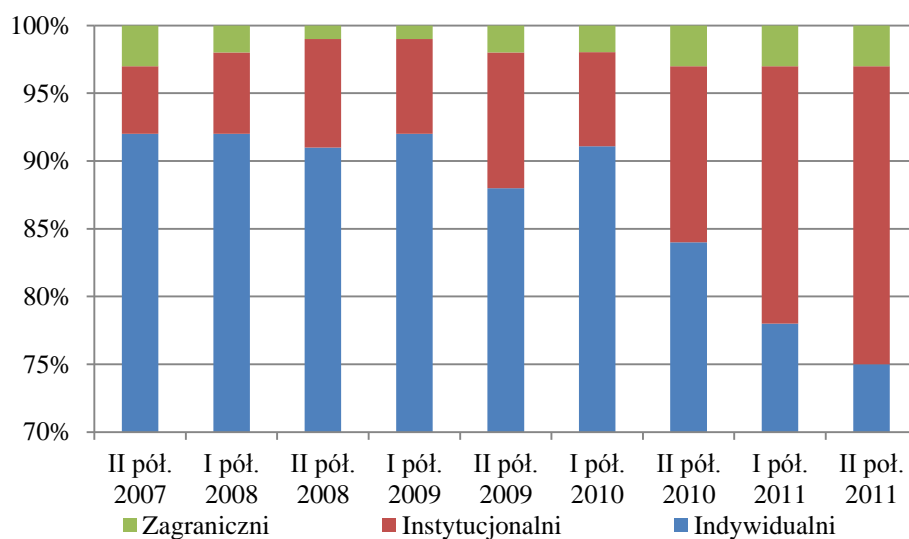
Jedną z najistotniejszych, jeżeli nie najważniejszą grupą interesariuszy ASO są inwestorzy. Rozdział trzeci niniejszej pracy poświęcony został charakterystyce tej grupy oraz analizie motywów i korzyści sprawiających, że wśród inwestorów istnieje popyt na rynki alternatywne. Przedmiotowy rozdział weryfikuje hipotezę cząstkową, która zakłada, że inwestorzy dzięki ASO mają możliwość ekspozycji na ryzyko dotychczas niedostępne, a co się z tym wiąże mają możliwość osiągnięcia wyższych, w porównaniu do rynku regulowanego, stóp zwrotu. Potwierdzenie tej hipotezy oznaczać będzie iż z perspektywy inwestorów rynki alternatywne wypełniają bardzo ważną lukę na rynku kapitałowym.

3.1. Specyfika inwestorów na rynku NewConnect

W rozdziale 2.7.2 przedstawiono grupy inwestorów, którym ASO poszerzyło zakres możliwości inwestycyjnych o nowe klasy aktywów. Bardzo istotna z perspektywy powodzenia rynku wydaje się być faktyczna struktura inwestorów wykorzystujących platformy obrotu w ramach prowadzonych przez siebie inwestycji. W przedmiotowym rozdziale dokonano jej analizy.

Z ankiety przeprowadzanej przez GPW wśród biur maklerskich wynika, iż od początku utworzenia NewConnect rynek ten jest zdominowany przez inwestorów indywidualnych. Może mieć to związek z relatywnie wysokim ryzykiem ocierającym się o pojęcie hazardu. Jak wskazują badania, to właśnie inwestorzy indywidualni preferują akcje, z których czerpany zysk ma wiele cech wspólnych z loterią [Kumar 2009, s. 1889-1933]. Co ciekawe, udział tej grupy inwestorów systematycznie spada kosztem udziału inwestorów instytucjonalnych. Wyniki ankiety prezentuje rysunek numer 23.

Rysunek 23. Struktura udziału w obrotach na rynku NewConnect w latach 2007-2011

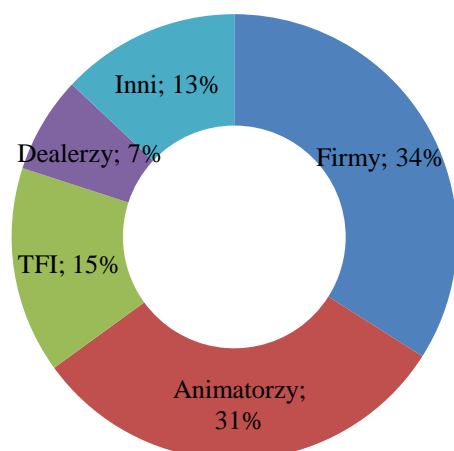


Źródło: Inwestorzy giełdowi – ankieta, www.gpw.pl, [dostęp: 15.02.2012].

Przyczyn spadku udziału inwestorów indywidualnych można upatrywać w wysokiej dynamice debiutów i nowych ofert, w ślad za którymi nie pojawiają się nowi inwestorzy indywidualni, przez co coraz większą rolę odgrywają instytucje. Ponadto stopniowo rośnie zainteresowanie rynkiem NewConnect wśród funduszy inwestycyjnych.

Zmiany, jakie zachodzą na warszawskim alternatywnym rynku, wynikają ze wzrostu aktywności prywatnych firm. Jak wskazują dane zaprezentowane na rysunku numer 24 w 2010 roku podmioty te odpowiadały za największy obrót spośród krajowych inwestorów instytucjonalnych. Na uwagę zasługuje wysoki udział animatorów w obrotach poszczególnych papierów wartościowych.

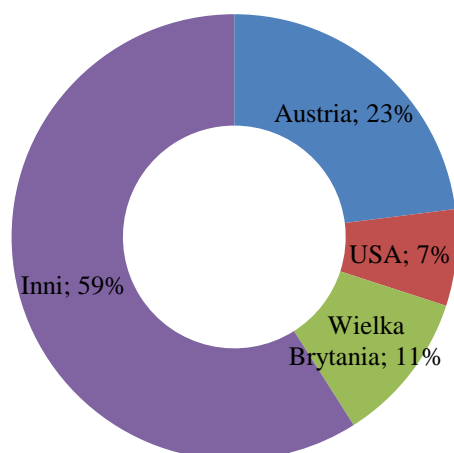
Rysunek 24. Struktura krajowych instytucji w 2010 roku na rynku NewConnect



Źródło: Inwestorzy w obrotach giełdowych, www.gpw.pl, [dostęp: 15.02.2012].

W całym analizowanym okresie obroty każdej z grup inwestorów odnotowywały dodatnią dynamikę w ujęciu rok do roku. W 2011 roku wśród inwestorów zagranicznych najwięcej transakcji odbyło się poprzez brokerów z siedzibą w Austrii i na Cyprze. Popularność drugiego z wymienionych krajów wynikać może z faktu wykorzystywania cypryjskiego systemu podatkowego zwłaszcza na potrzeby transakcji kapitałowych. Aktywność brokerów zagranicznych w 2010 roku przedstawia rysunek numer 25.

Rysunek 25. Aktywność brokerów zagranicznych w 2010 roku na rynku NewConnect



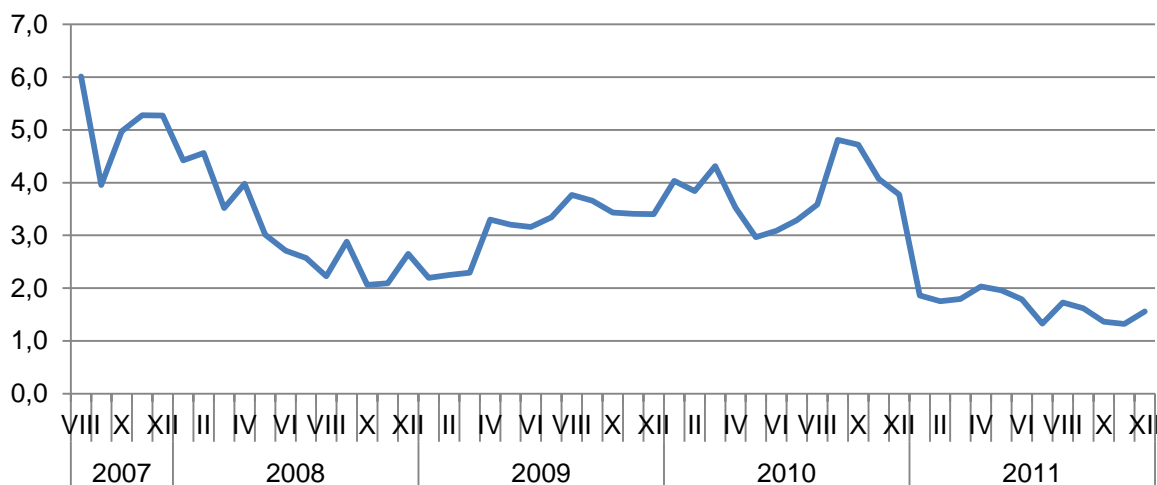
Źródło: Inwestorzy w obrotach giełdowych, www.gpw.pl, [dostęp: 15.02.2012].

W porównaniu do rynku regulowanego NewConnect cechuje się nadal wysokim udziałem w obrotach inwestorów indywidualnych przy niskim udziale inwestorów instytucjonalnych oraz marginalnej aktywności inwestorów zagranicznych. W latach 2007 – 2011 na głównym rynku GPW udział inwestorów indywidualnych wahał się od 18% (2008 i 2011 rok) do maksymalnie 30% (2007 rok). W tym samym okresie krajowi inwestorzy instytucjonalni odpowiadali za 34%-39% wartości obrotu, a inwestorzy zagraniczni 33%-47%. Takie różnice pomiędzy rynkiem regulowanym a alternatywnym wynikać mogą z mniejszego zainteresowania inwestycjami ze strony krajowych inwestorów profesjonalnych (TFI, OFE) oraz lokalnym charakterem rynku alternatywnego co nie sprzyja zagranicznym inwestycjom.

W Polsce biura maklerskie obsługują około 1,5 mln rachunków inwestycyjnych, z których 22% to rachunki aktywne. Ponad 57% wszystkich zarejestrowanych rachunków może być obsługiwanych przez Internet. Publikowane zestawienia nie pozwalają na określenie, jaka część z prowadzonych rachunków wykorzystywana jest na potrzeby inwestycji na rynku alternatywnym. Analiza dynamiki liczby rachunków nie pozwala odpowiedzieć na pytanie, jaki wpływ na nią miało utworzenie NewConnect? Z uwagi na przeprowadzanie prywatyzacji w tym okresie, osoby uprawnione do obejmowania akcji pracowniczych otwierały wiele nowych kont. Trudno zatem o weryfikację wpływu ASO na liczbę prowadzonych rachunków.

Struktura zaangażowania poszczególnych grup inwestorów nie pozostaje bez wpływu na średnią wartość zawieranych transakcji. Była ona prawie dziesięciokrotnie niższa niż na rynku regulowanym GPW. Dodatkowo czynnikiem mogącym wpływać na zmniejszenie wartości średniego zlecenia jest duży udział animatorów w obrotach na tym rynku. Animatorzy utrzymują relatywnie małe pozycje w arkuszu zleceń. Wartość średnich transakcji w poszczególnych miesiącach funkcjonowania rynku przedstawia rysunek numer 26. Także liczba transakcji zawieranych na rynku NewConnect (1,1 mln w 2011 roku) jest istotnie niższa od tych na rynku regulowanym (13,9 mln w tym samym okresie).

Rysunek 26. Średnia wartość transakcji na rynku NewConnect w tys. PLN



Źródło: Opracowanie własne.

Inwestorów działających w ramach ASO można podzielić na dwie grupy w zależności od podejścia do inwestycji jako głównej lub pobocznej działalności. Wymienić można:

- inwestorów profesjonalnych:
 - OFE,
 - TFI, podmioty świadczące usługi *Asset Management*,
 - VC/PE,
 - aniołowie biznesu,
 - fundusze PreIPO.
- inwestorów nieprofesjonalnych:
 - inwestorzy indywidualni,
 - przedsiębiorstwa, które uczestniczą w emisjach prywatnych przed debiutem na NC i są związane z emitentem np. biznesowo, operacyjnie lub poprzez osoby reprezentujące ten podmiot.

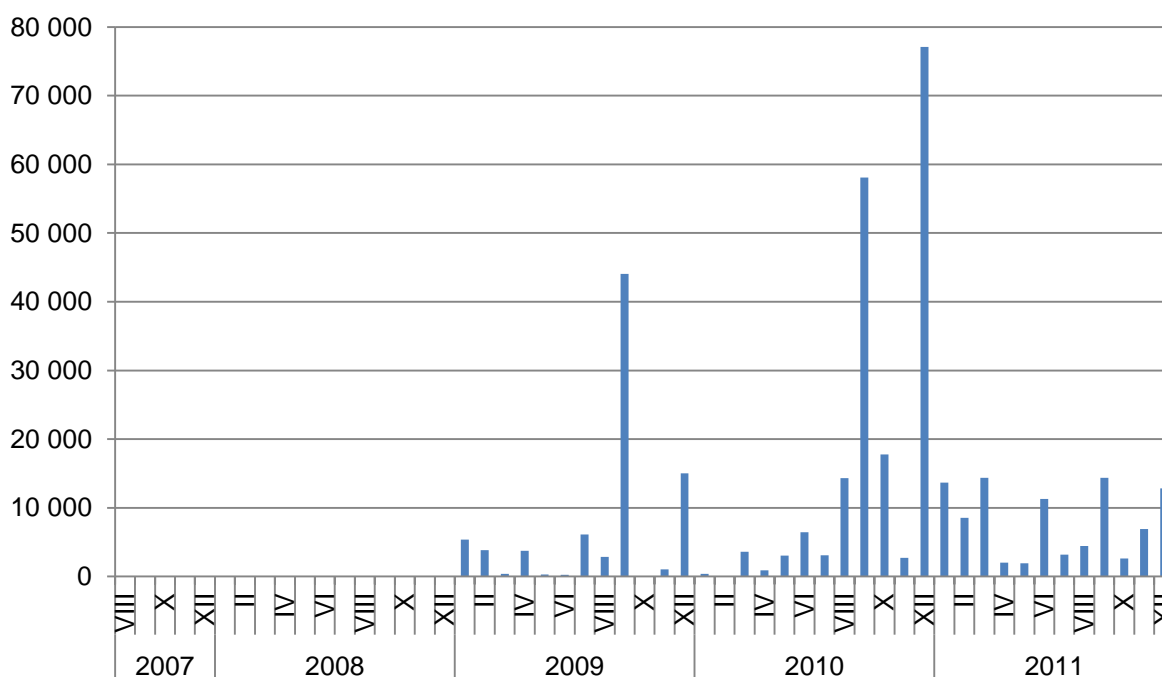
Jak wskazują powyższe statystyki, aktualnie rynek NewConnect zdominowany jest przez tę drugą grupę, co może nie pozostawać bez wpływu na efektywność tego rynku.

Na koniec pierwszego półrocza 2011 fundusze były w posiadaniu akcji 40 spółek notowanych na NewConnect. Łączne zaangażowanie tych instytucji w ramach alternatywnego systemu obrotu przekraczało 250 mln PLN, co stanowiło niespełna 5% kapitalizacji całego rynku. Nominalnie największą ekspozycją na tym rynku cechowały się

Investors TFI, Union Investment TFI i TFI Allianz Polska [Bednarz 2011, za: www.analizonline.pl].

Zainteresowanie rynkiem alternatywnym wśród profesjonalnych inwestorów może być mierzone również na podstawie liczby i wartości transakcji pakietowych. W 2011 roku średnia miesięczna wartość tych transakcji wyniosła 8 mln PLN. We wspomnianym okresie transakcje pakietowe stanowiły ponad 5% wartości obrotów sesyjnych. Poza pojedynczymi transakcjami na rynku NewConnect tego typu transakcje nie przekraczały wartości kilku milionów złotych. Wartość średnich miesięcznych obrotów w transakcjach pakietowych prezentuje rysunek numer 27.

Rysunek 27. Transakcje pakietowe na rynku NewConnect (w tys. PLN)



Źródło: Opracowanie własne.

3.2. Niepubliczne fundusze kapitałowe na rynku NewConnect

Poza inwestorami indywidualnymi rynki alternatywne mogą być wykorzystywane przez profesjonalnych inwestorów działających na rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Tymi podmiotami mogą być zarówno instytucje (VC/PE), jak i osoby fizyczne (aniołowie biznesu). Obie te grupy mogą czerpać korzyści z konstrukcji ASO m.in. poprzez obniżenie kosztów transakcyjnych czy bieżącą wycenę inwestycji, itp. W niniejszym rozdziale analizie poddano możliwości symbiozy funduszy podwyższonego ryzyka i alternatywnych systemów obrotu.

Opisano najważniejsze płaszczyzny współpracy, a w końcowej części zaprezentowano dane liczbowe z rynku NewConnect przedstawiające aktywność funduszy podwyższonego ryzyka na rynku alternatywnym.

Rynki alternatywne wykreowały także nowych inwestorów finansowych. Są nimi fundusze PreIPO dedykowane ASO. Fundusze te pomagają finansować działalność przyszłych emitentów od rozpoczęcia przygotowań do upublicznienia i przeprowadzenia oferty. Praktyka na rynku polskim pokazuje często, że instytucje te nie sprzedają całego pakietu w ofercie poprzedzającej debiut na rynku i pozostają inwestorami przez dłuższy okres. W rozdziale pominięto tego typu fundusze z uwagi na odmienny charakter działania i cele w stosunku do funduszy VC/PE.

Działalność ASO oraz VC/PE na wielu obszarach może być komplementarna [Zawadka 2012]. Ich analiza przedstawiona zostanie na tle cyklu życia funduszy, począwszy od ich tworzenia poprzez działalność, a skończywszy na likwidacji. Rynki alternatywne mogą wspierać system funduszy VC/PE od pierwszego etapu ich funkcjonowania, tj. od pozyskiwania kapitału na inwestycje. VC/PE mogą pozyskać kapitał w ramach oferty i upublicznienia na ASO, przez co same zyskałyby status emitenta i spółki publicznej. Przykłady tego typu działań występują na rynku regulowanym (MCI S.A.) oraz na NewConnect (Venture Capital Poland S.A.).

ASO mogą przynosić korzyści omawianym funduszom poprzez zmniejszenie kosztów wejścia. Wynika to z koncentracji spółek zgłaszających popyt na kapitał podwyższonego ryzyka oraz z ograniczonych kosztów analiz i oceny przedsiębiorstw publicznych. Dotyczy to zarówno inwestycji na rynku pierwotnym (Autoryzowani Doradcy przedstawiają ofertę funduszowi jako jednemu z 99 inwestorów), jak i na rynku wtórnym.

Wynikiem inwestycji w spółkę publiczną lub upublicznieniem spółki portfelowej może być zmniejszenie kosztów monitoringu i poprawa nadzoru właścicielskiego. Obowiązki informacyjne w tym przypadku nie wynikają z relacji spółka-fundusz, ale określone są przez regulacje prawne, regulamin rynku oraz zasady dobrych praktyk (ang. *corporate governance*). Ponadto w roli nadzorującego występuje także Autoryzowany Doradca, który przed upublicznieniem przeprowadza *due diligence* spółki, a po debiucie nadzoruje i pomaga w wypełnianiu obowiązków informacyjnych.

Dodatkowo rynki alternatywne mogą być traktowane przez VC/PE instrumentalnie. W tym kontekście instytucje te zyskują narzędzie do wyceny posiadanych instrumentów finansowych, co dodatkowo może ułatwiać motywowanie zarządów spółek portfelowych²¹.

Decyzja o upublicznieniu spółki portfelowej może wynikać z dywersyfikacji. Przykładem takiej sytuacji może być upublicznienie spółki, która wymaga kolejnych rund finansowania. W ocenie funduszu dalsze angażowanie środków w daną inwestycję może wiązać się ze zbyt dużym ryzykiem lub przekraczać wewnętrzne limity. Pozyskanie kapitału na rynku publicznym, w tym kontekście, będzie rozwiązaniem eliminującym potencjalne konflikty wynikające z koncentracji kontroli²², gdyż nową emisję obejmą rozdrobnieni akcjonariusze a nie jeden podmiot. Nie zagrazi to przywilejom VC/PE wynikającym z umowy inwestycyjnej. Innym przykładem negatywnej selekcji w procesie upublicznienia spółki portfelowej mogłaby być sytuacja, w której na rynek trafiałyby podmioty, co do nabycia których zainteresowania nie zgłaszali ani inwestorzy branżowi ani finansowi.

Etap dezinwestycji i likwidacji funduszu finalizuje kooperację z ASO, podczas którego fundusze mogą korzystać z realizacji częściowego lub całkowitego wyjścia z inwestycji, natomiast rynek zyskuje poprzez pozyskanie nowego emitenta i wzrost kapitalizacji giełdy. Badania wskazują, że taka forma wyjścia może być korzystniejsza od sprzedaży akcji na rynku prywatnym [Gompers i Lerner 1997, s. 5-12]. Oznacza to, że dla funduszy podwyższonego ryzyka sprzedaż przedsiębiorstwa poprzez rynek publiczny może wiązać się z wyższą uzyskaną ceną. Przykład ten pokazuje, że tam, gdzie kończy się cykl działalności dla funduszy, może zaczynać się dla alternatywnego rynku publicznego.

Przedstawiona analiza wskazuje potencjalne korzyści dla funduszy podwyższonego ryzyka, jakie mogą czerpać z wykorzystywania możliwości jakie dają im rynki alternatywne. Te drugie w zamian za to zyskują na pozyskiwaniu nowych emitentów i inwestorów, co przekłada się na wzrost znaczenia giełdy, jej obrotów i kapitalizacji a w konsekwencji na wzrost płynności rynku.

Znając potencjalne korzyści wynikające z symbiozy funduszy podwyższonego ryzyka i ASO, przeprowadzono badanie aktywności VC/PE na NewConnect. Należało przede wszystkim zdefiniować firmę wspieraną przez fundusz podwyższonego ryzyka. Jako takie spółki zdefiniowano podmioty, w których co najmniej 10% kapitału zakładowego posiadał podmiot działający w branży finansowej, który w sposób ciągły i profesjonalny inwestował

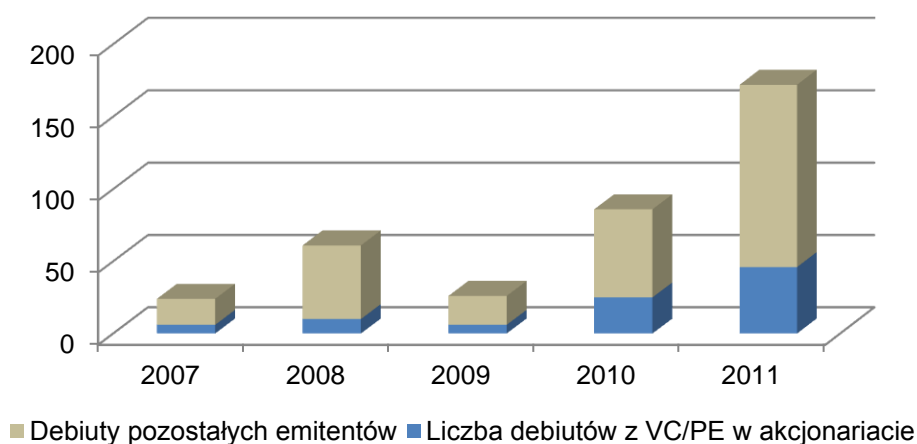
²¹ Na przykład poprzez wdrożenie programu opcji menedżerskich.

²² Pozyskanie partnera na rynku prywatnym w postaci dodatkowego inwestora finansowego lub branżowego może prowadzić do nowych konfliktów.

swoje lub zarządzane przez siebie środki w przedsiębiorstwa w fazie rozwoju. Nie brano przy tym pod uwagę funduszy PreIPO.

W okresie od 31.08.2007 roku do 31.12.2011 roku na rynku NewConnect zadebiutowały 93 podmioty spełniające powyższe warunki, co szczegółowo przedstawia rysunek numer 28. Udział tych firm w debiutach ogółem wahał się od 16,4% w 2008 roku do 29,1% w 2010 roku.

Rysunek 28. Liczba debiutów przedsiębiorstw wspieranych przez fundusze podwyższonego ryzyka na rynku NewConnect



Źródło: Opracowanie własne.

Rozkład geograficzny spółek wspieranych przez fundusze podwyższonego ryzyka był zbliżony do rozkładu dla całej populacji. Dominowały spółki z woj. mazowieckiego przed woj. dolnośląskim, śląskim i wielkopolskim. Nie zaobserwowano istotnych różnic względem całej badanej populacji emitentów, z uwagi na wielkość spółek mierzonych kapitalizacją giełdową czy też na sektor, do którego spółki zostały zakwalifikowane.

Z wyjątkiem pierwszego roku funkcjonowania NewConnect, oferty przeprowadzane przez spółki wspierane przez VC/PE charakteryzowały się niższą wartością. Porównanie średnich wielkości emisji akcji nowych serii prezentuje tabela numer 36.

Tabela 36. Wartość emisji nowych akcji w ramach ofert na rynku pierwotnym

Średnia wielkość emisji akcji nowych serii	2007	2008	2009	2010	2011
Spółki wspierane przez VC/PE	6 983 575	2 370 715	676 716	1 702 257	2 329 200
Ogółem na rynku NewConnect	1 994 497	3 650 029	4 446 444	2 919 304	3 106 547

Źródło: Opracowanie własne.

Istotne jest, iż oferty spółek wspieranych przez VC/PE w większości stanowiły emisje nowych akcji, na co wskazują dane zamieszczone w tabeli numer 37. Oznacza to, iż fundusze te, na etapie oferty poprzedzającej debiut w ramach ASO, nie realizowały wyjść kapitałowych.

Tabela 37. Struktura ofert akcji na rynku pierwotnym dla spółek wspieranych przez fundusze VC/PE (w PLN)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Średnia wielkość emisji akcji nowej serii dla spółek wspieranych przez VC/PE	6 983 575	2 370 715	676 716	1 702 257	2 329 200
Średnia wielkość oferty (akcje nowych i dotychczasowych serii) dla spółek wspieranych przez VC/PE	7 845 817	2 370 715	676 716	1 769 546	2 642 002
Akcje nowej emisji w ofercie ogółem w spółkach wspieranych przez VC/PE	89%	100%	100%	96%	88%

Źródło: Opracowanie własne.

Powyższa analiza może wskazywać, że wśród podmiotów wspieranych przez VC/PE na ASO trafiają te, w których zaangażowanie kapitałowe funduszy jest maksymalne i nie może być zwiększane lub te, które mogą czerpać pozafinansowe korzyści z faktu bycia spółką publiczną.

3.3. Źródła zysków inwestorów na rynku NewConnect

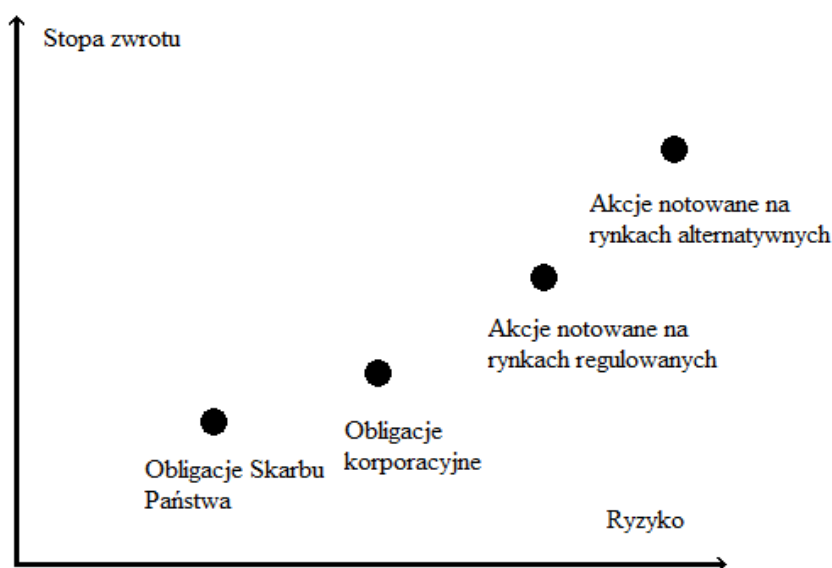
Rozpatrując źródła zysków inwestorów zasadny wydaje się ich podział na inwestycje na rynku pierwotnym, związane z finansowaniem spółki przed decyzją o upublicznieniu oraz na zakup akcji w ramach ofert publicznych lub prywatnych poprzedzających debiut i inwestycje w ramach obrotu wtórnego. . Obie grupy umożliwiają inwestorom czerpanie zysku z inwestycji w instrumenty udziałowe w postaci:

- zmiany ceny instrumentu,
- wypłacanych dywidend,
- zmiany kursu walutowego (dla inwestycji zagranicznych),
- objęcia akcji z dyskontem (np. z uwagi na dużą jednostkową inwestycję).

Podstawowym źródłem dochodu na rynku NewConnect są zyski kapitałowe wynikające ze zmiany wartości instrumentu. Z uwagi na charakterystykę emitentów na tym rynku

wypłaty dywidend mogą stanowić marginalną część zysków inwestorów. Inwestorzy zagraniczni mogą czerpać korzyści ze zmiany kursów walutowych co zwiększa lub zmniejsza uzyskiwaną przez nich stopę zwrotu. Inwestorzy biorący udział w ofercie sprzedaży akcji poprzedzającej upublicznienie spółki, mogą czerpać zyski z obejmowania emitowanych akcji z dyskontem. W okresie od utworzenia rynku do końca 2011 roku 15 ofert poprzedzających debiut na NewConnect cechowało się emisją akcji, dla której rozróżniano cenę emisyjną. Różnica wynika np. z wielkości jednostkowego zapisu. Inwestorzy obejmujący większe pakiety akcji mogli uzyskać lepszą, czyli niższą cenę nabycia. Z uwagi na fakt, iż na rynku NewConnect kluczową rolę odgrywa zysk kapitałowy ze zmiany ceny notowanych aktywów, najlepszą miarą zysku wydaje się być prosta stopa zwrotu. Przy ocenie atrakcyjności i racjonalności inwestycji wiedza na temat oczekiwanej stopy zwrotu musi być uzupełniona o informacje w zakresie ryzyka, z jakim się wiąże. W kontekście utrzymania i pozyskiwania inwestorów na alternatywne systemy obrotu, muszą one zapewnić inwestorom atrakcyjną relację między zyskiem a ryzykiem. Z uwagi na potencjalnie wyższe ryzyko inwestycji w akcje na NewConnect, od inwestycji w akcje notowane na rynkach regulowanych i obligacje korporacyjne lub Skarbu Państwa, oczekiwana stopa zwrotu powinna być wyższa. Optymalne parametry ASO na tle najważniejszych instrumentów finansowych przedstawia rysunek numer 29. Nie jest możliwe funkcjonowanie ASO w długim terminie w przypadku, gdy rynek ten będzie cechował się większym ryzykiem i będzie przynosił niższe stopy zwrotu aniżeli rynek regulowany.

Rysunek 29. Oczekiwana relacja zysku i ryzyka dla podstawowych instrumentów rynku kapitałowego



Źródło: Opracowanie własne.

Poza wspomnianymi źródłami zysków, w przypadku grupy inwestorów pierwotnych rozumianych jako finansujących przedsiębiorstwo przed podjęciem decyzji o jego upublicznieniu, wymienić można dodatkowe korzyści z tytułu upublicznienia spółki. Upublicznienie może być elementem restrukturyzacji portfela przez inwestora pierwotnego umożliwiającą dezinwestycje. Dodatkowo wprowadzenie akcji do obrotu w ramach ASO przekłada się na ich płynność, a przez to na wzrost ich wartości. Na istotne różnice w wycenie przedsiębiorstw publicznych względem sektora prywatnego zwracają uwagę w swoich badaniach m.in. Damodaran [2002], Gelman [1972], Moroney [1993], Maher [1976], Emory [2002], Trout [2003], Longstaff [1995], a także Hertznel i Smith [1993]. W zależności od metody szacowania, wartość dyskonta stosowana przez inwestorów na potrzeby określenia wartości przedsiębiorstwa, wynosi od kilku do kilkudziesięciu procent [Mikołajewicz 2010, s. 92-93]. Badania przeprowadzone przez Amihuda i Mendelzona [1986, s. 223-249] oraz Brennana i Subrahmanyama [1996, s. 441-464] wskazują jednak, iż inwestorzy oczekują dyskonta w przypadku inwestycji w akcje publicznej spółki o niskiej płynności.

3.4. Alternatywne systemy obrotu jako narzędzie niwelacji niedoskonałości rynkowych

Uczestnicy rynku finansowania małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju w jeszcze większym stopniu odczuwają niedoskonałości rynku finansowego, a głównym beneficjentem ich niwelacji dzięki ASO są właściciele przedsiębiorstw. Wśród niedoskonałości rynków kapitałowych wymienić można [Stradomski 2010, s. 77-78]:

- koszty transakcyjne,
- asymetrię informacyjną,
- koszty agencji,
- strukturę własności przedsiębiorstwa,
- koszty bankructwa,
- regulacje prawno-administracyjne i podatkowe.

Alternatywne systemy obrotu wydają się niwelować wybrane z przedstawionych niedoskonałości. W przypadku małych i średnich przedsiębiorstw mniejszościowi właściciele, jeżeli nie są zaangażowani w bezpośrednie zarządzanie i działalność operacyjną, mogą mieć problemy z dostępem do informacji o bieżącej sytuacji i kondycji firmy. Ta asymetria informacyjna, po upublicznieniu przedsiębiorstwa w ramach ASO, może być niwelowana po części poprzez katalog obowiązków i wymogi informacyjne obowiązujące na rynku. Status

spółki publicznej ułatwiać może dostęp akcjonariuszy do podstawowych informacji finansowych i organizacyjnych.

Instytucja alternatywnych systemów obrotu zmniejsza koszty transakcyjne w aspekcie kontraktów finansowych. Dotyczy to kosztów *ex ante* jak i *ex post*. ASO ogranicza koszty poszukiwania informacji oraz standaryzuje proces finalizacji umowy, tj. proces inwestycyjny. Dodatkowo może wpływać na ograniczanie kosztów monitoringu, co przekłada się na niższe koszty po stronie inwestorów i może prowadzić do ich efektywniejszego działania²³. Ponadto koszty agencji wynikające z odmiennych celów agenta i pryncypała mogą być ograniczane dzięki upublicznieniu firmy na rynku alternatywnym. Wynika to z faktu, iż dzięki wprowadzeniu akcji emitenta do obrotu zyskuje on obiektywne narzędzie mierzące zmianę wartości dla właściciela. Publiczny rynek akcji daje możliwość wykorzystania instrumentów takich, jak programy opcji menedżerskich, które bezpośrednio niwelują negatywny wpływ zjawiska kosztów agencji. Zwiększenie dostępności do finansowania, poprzez funkcjonowanie alternatywnych systemów obrotu jako instytucji wspierających alokację kapitału, zmniejsza koszty bankructwa. Ponadto wymóg zapewnienia dostatecznej płynności akcji dopuszczonych do obrotu w ramach ASO, a także przeprowadzane oferty mające na celu pozyskanie kapitału na rozwój przedsiębiorstwa skutkują zmniejszeniem prywatnej korzyści i kontroli ze strony dominującego inwestora. Działania te przybliżają przedsiębiorstwa do modelu własności rozproszonej zgodnego z założeniami doskonałego rynku finansowego.

Ograniczenie oddziaływania powyższych niedoskonałości przekłada się na wzrost rynkowej wartości przedsiębiorstwa, co może być kolejnym źródłem zysków i korzyści płynących z upublicznienia spółki w ramach ASO dla pierwotnych inwestorów.

3.5. Stopy zwrotu i ryzyko na rynku NewConnect

Kluczową dla oceny atrakcyjności inwestycji na ASO dla wszystkich grup inwestorów wydaje się uzyskiwana stopa zwrotu oraz ryzyko. W kolejnych podrozdziałach przeprowadzona została analiza obu tych parametrów. Badanie przeprowadzono na podstawie spółek notowanych na rynku NewConnect w latach 2007-2011. Dane dotyczące notowań pochodzą z serwisu GPWInfoStrefa.

²³ Niższe koszty transakcyjne sprawiają, że szybciej niwelowane są nieefektywności rynkowe. Niższa marginalna korzyść jest w stanie pokryć koszty transakcyjne.

3.5.1. Ogólna charakterystyka stóp zwrotu z inwestycji na rynku pierwotnym

Stopy zwrotu wynikające z obejmowania akcji w procesie upublicznienia emitenta istotnie odróżniają się od stóp zwrotu z inwestycji w akcje spółek publicznych już notowanych na rynku. Anomalia dotyczy zarówno wyników w krótkim okresie (stopy zwrotu w dniu debiutu), jak i wyników w średnim i długim okresie.

Problematyka dodatnich stóp zwrotu w dniu debiutu zarówno na rynkach rozwiniętych, jak i na rynkach rozwijających się (ang. *emerging markets*) jest szeroko opisywana w literaturze. Rozkład stóp zwrotu odnotowanych w dniu debiutu charakteryzuje się prawostronną skośnością z dodatnią średnią i medianą bliską zeru [Ritter 1998, s. 5-30]. Wyniki potwierdzają między innymi badania przeprowadzone przez Logue [1973, s. 91-104], Ibbotson [1975, s. 235-272], Ritter [1980] oraz Ibbotson, Sindelar i Ritter [1988]. Loughran, Ritter i Rydqvist zestawili średnie stopy zwrotu w dniu debiutu w krajach z całego świata. Uzyskane wartości zawierały się w przedziale 4,2% do 388,0% [Loughran, Ritter i Rydqvist 1994, s. 165-199]. Dalsze badania zjawiska wykazały cykliczność wysokich stóp zwrotu w dniu debiutu, które poprzedzał okres niskich lub ujemnych wartości [Ibbotson i Jaffe 1975, s. 1027-1042; Lowry i Schwert 2002, s. 1171-1200]. Na rynku polskim badanie tego zjawiska przeprowadził D. Sukacz [2005, s. 121], który na próbie 204 debiutów obliczył średnią stopę zwrotu na debiucie w wysokości 68%. Porównując ten rezultat z wynikami na innych rynkach, należy wziąć pod uwagę dłuższy czas trwania procesu w warunkach polskich do momentu wprowadzenia instytucji Prawa Do Akcji. Średnio od zakończenia zapisów na akcje do debiutu upływało ponad 90 dni. Badania przeprowadzone przez Siwka [Siwek 2004] w latach 1995-2002 wykazały, iż średnia stopa zwrotu w pierwszym dniu notowań wyniosła 19,9%. Różnica w wynikach badań może wynikać z uwzględnienia innych okresów na podstawie, których liczona była stopa zwrotu w dniu debiutu. Badania anomalii dotyczących wyceny akcji na potrzeby ofert publicznych oraz w dniu debiutu dały asumpt do pojawienia się wielu teorii tłumaczących uzyskiwane rezultaty. Należą do nich: minimalizowanie ryzyka przez gwarantów emisji, asymetria informacyjna, teoria sygnalizowania i inne. Jedną z przyczyn ponadprzeciętnych stóp zwrotu w dniu debiutu może być nierynkowa cena emisyjna. Badania Campbell, Du, Rhee i Tang [2008] wskazują, iż cena emisyjna nie jest ustalana w oparciu o wartość wewnętrzną akcji, przez co instrumenty mogą być zarówno przeszacowane, jak i niedowartościowane w stosunku do wartości wewnętrznej. Przedmiotowe zjawisko może wynikać z błędu ustalania samych widełek cenowych w ofercie publicznej [Zaremba i Zawadka 2010, s. 415-426]. Ibbotson [1975] i Tinic [1988] wskazują

na niedoszacowanie akcji w procesie IPO jako niejawne ubezpieczenie inwestorów na wypadek niepowodzenia upublicznienia lub sytuacji, w której okazałoby się, że przedmiotowa inwestycja byłaby nierentowna.

Do teorii związanych z asymetrią informacyjną zaliczyć można teorie przedstawione przez Barona (1982), Rocka [1986] oraz Benveniste'a i Spindta [1989]. Teorie te jako źródło niedowartościowania IPO wskazują na grupy inwestorów mających dostęp do szerszych informacji. Dlatego też, żeby ich zainteresować emitent musi dostosować cenę akcji (i oczekiwaną stopę zwrotu) do ich oczekiwań.

Odmienne uzasadnienie niedoszacowania wartości akcji w momencie debiutu tłumaczą Allen i Faulhaber [1989, s. 303-323], Grinblatt i Hwang [1989] oraz Welch [1989]. Ich zdaniem jest ono wynikiem sygnalizacji i ma na celu rozróżnienie przedsiębiorstw o dobrych perspektywach i kondycji od słabej jakości przedsiębiorstw. Ellul i Pagano [2006, s. 381-421] zwracają uwagę na niepewność co do płynności akcji na rynku wtórnym i tym aspekcie upatrują istotnego czynnika wpływającego na niedoszacowanie akcji w procesie IPO. Benveniste i Spindt [1989], Chemmanur [1989] i Guenther [1992] uważają, iż niedoszacowanie jest wynikiem rekompensaty dla inwestorów za ujawnienie do publicznej wiadomości prywatnych informacji. Mauer i Senbet [1992] w swoich badaniach zwracają uwagę na efekt segmentacji rynku jako odgrywający kluczową rolę w wycenie akcji w procesie IPO i tłumaczący anomalie z tym związane.

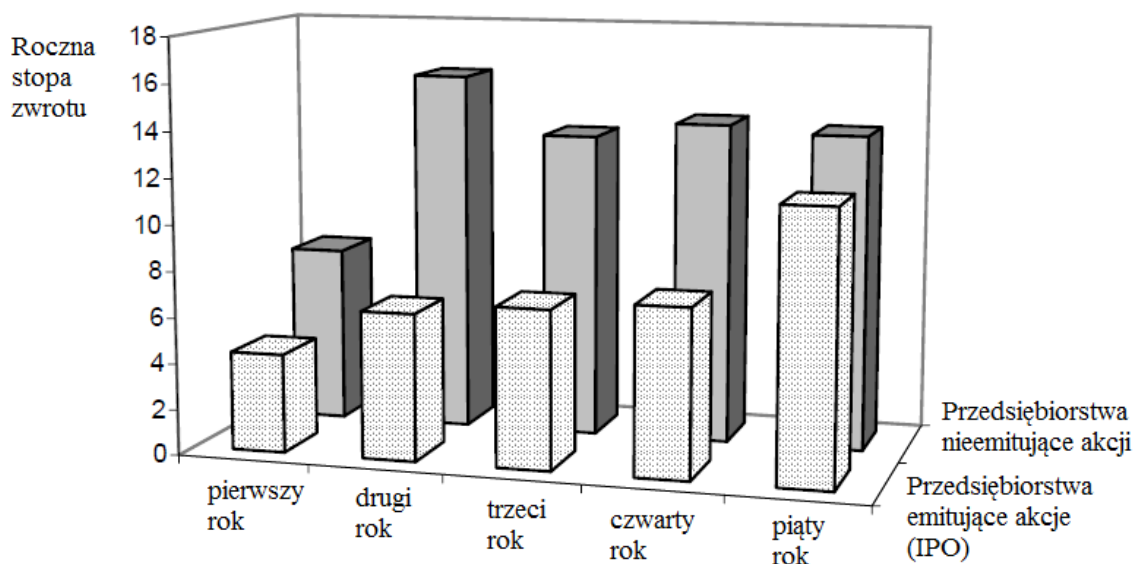
Innym wyjaśnieniem jest teoria impresario (ang. *the impresario hypothesis*). Stworzona przez Shiller'a teoria tłumacząca ponadprzeciętne ujemne stopy zwrotu po debiucie, mówi, iż o ocenie jakości zdarzenia decyduje frekwencja i zainteresowanie. Odnosząc to do wydarzeń artystycznych autor tłumaczył, iż dobra sztuka teatralna to taka, na którą nie ma wolnych miejsc. Dlatego też w IPO oferujący akcje powinien wyceniać je poniżej wartości godziwej. Z badań przeprowadzonych przez Shillera [1990, s. 55-65] wynika, iż duża część inwestorów przypisuje oferującym dodatnią stopę zwrotu w pierwszym dniu notowań. Prowadzi to do tego, że istotna część inwestorów nie sporządza własnych analiz i wycen, a zapisów na rynku prywatnym dokonuje w oparciu o renomę oferującego. Potwierdzają to przeprowadzone przez Shillera badania. Może to wpływać na stopy zwrotu w średnim terminie, co potwierdzają badania Cartera, Darka i Singh [1998, s. 285-311].

Odmienne omawiane zagadnienie przedstawia Aggarwall i Rivoli [1990]. W przeciwieństwie do większości teorii dotyczących niedoszacowania ceny akcji w ofercie publicznej, wspomniani autorzy upatrują przyczyn tego zjawiska w przewartościowaniu cen

akcji w okresie po upublicznieniu emitenta. Podejście to wydaje się być spójne z wynikami pomiaru stóp zwrotu w średnim i długim terminie w stosunku do ceny z oferty publicznej.

W okresie od roku do pięciu lat stopy zwrotu z inwestycji w akcje (w ramach pierwszych ofert publicznych) są niższe od odnotowywanych na szerokim rynku. Zestawienie stóp zwrotu w tym okresie przedstawia rysunek numer 30.

Rysunek 30. Stopy zwrotu z akcji debiutantów giełdowych w średnim i długim terminie



Źródło: Loughran and Ritter [1995].

Z zestawienia sporządzonego przez Ritter'a wynika, że tylko w dwóch krajach (Korea, Szwecja) ponadprzeciętna stopa zwrotu z inwestycji w IPO była dodatnia po trzech latach. Na pozostałych rynkach stopa ta była ujemna i wynosiła nawet -47%. Zestawienie przedstawia tabela numer 38.

Tabela 38. Ponadprzeciętne stopy zwrotu w okresie 3 lat od przeprowadzenia oferty publicznej. Zestawienie badań.

Państwo	Autorzy badań	Liczba ofert (próba)	Lata objęte badaniem	Ponadprzeciętna stopa zwrotu trzy lata po debiucie
Australia	Lee, Taylor i Walter	266	1976-89	-46,5%
Austria	Aussenegg	57	1965-93	-27,3%
Brazylia	Aggarwal, Leal i Hernandez	62	1980-90	-47,0%
Canada	Jog i Srivistava	216	1972-93	-17,9%
Chile	Aggarwal, Leal i Hernandez	28	1982-90	-23,7%
Finlandia	Keloharju	79	1984-89	-21,1%
Niemcy	Ljungqvist	145	1970-90	-12,1%
Japonia	Cai i Wei	172	1971-90	-27,0%
Korea	Kim, Krinsky i Lee	99	1985-88	+2,0%
Singapur	Hin i Mahmood	45	1976-84	-9,2%
Szwecja	Loughran, Ritter i Rydqvist	162	1980-90	+1,2%
Wielka Brytania	Levis	712	1980-88	-8,1%
Stany Zjednoczone	Loughran i Ritter	4 753	1970-90	-20,0%

Źródło: Ritter [1998] na podstawie Loughran, Ritter i Rydqvist [1994].

W literaturze wskazuje się na kilka teorii wyjaśniających ujemne ponadprzeciętne stopy zwrotu akcji debutantów w średnim i długim terminie. Wśród nich wymienić można rozbieżność opinii (ang. *the divergence of opinion hypothesis*) oraz wykorzystanie szansy (ang. *the windows of opportunity hypothesis*).

Zgodnie z teorią wykorzystania szansy, akcje w procesie IPO sprzedawane są w momencie kiedy są przewartościowane, co implikuje założenie, że rynki nie są efektywne. Hipotezę tę potwierdza badanie, jakie przeprowadził Ritter [1991, s. 3-27], a także Bayless i Chaplinsky [1996, s. 253-278]. Jak pokazują późniejsze pomiary zjawisko może dotyczyć kolejnych ofert sprzedaży akcji przez spółki publiczne [Clarke, Dunbar i Kahle 2004, s. 575-

603]. Loughran i Ritter [1997, s. 1823-1850] udowodnili, że zjawisko to nasila się, kiedy inwestorzy przykładają dużą wagę do szacowania przyszłych przepływów pieniężnych na bazie historycznych wyników finansowych.

Miller [1977, s. 1151-1168] tłumaczy ujemne ponadprzeciętne stopy zwrotu z IPO w długim terminie dużym zróżnicowaniem opinii pośród inwestorów na rynku pierwotnym (ang. *divergence of opinion hypothesis*). Znalazło to swoje potwierdzenie w późniejszych badaniach Houge'a, Loughrana, Suchanek i Yana [2001, s. 5-23], a także Chena, Honga i Steina [2001], Scherbina [2001] i Doukasa, Kima oraz Pantzalisa [2006].

Vismara, Paleari i Ritter [2012] w swoich badaniach wykazali, że na rynkach alternatywnych ponadprzeciętna stopa zwrotu z IPO w długim okresie jest znacznie niższa aniżeli w przypadku spółek z rynków regulowanych. Jednym z uzasadnień wyników przedstawianych przez autorów badania jest niedostateczny sceptycyzm w przedmiocie oczekiwanych wyników spółek debiutujących w ramach ASO. Może mieć to także swoje przyczyny w większym ryzyku inwestycyjnym wynikającym zarówno z ryzyka przedsiębiorstwa, jak i ryzyka dojścia do skutku debiutu w ramach ASO. W przypadku ofert publicznych na rynkach regulowanych sprzedaż akcji jest jednym z końcowych etapów upublicznienia, natomiast w przypadku alternatywnych systemów obrotu jednym z pierwszych.

3.5.2. Stopy zwrotu z akcji zakupionych w ramach ofert rynku pierwotnego w pierwszym dniu notowania

Stopy zwrotu w pierwszym dniu notowań liczone były na podstawie ceny zamknięcia w pierwszym dniu notowań oraz ceny emisyjnej. W praktyce nie zawsze kurs odniesienia na pierwszej sesji równy był cenie emisyjnej akcji w ofercie poprzedzającej debiut²⁴. W przypadku, gdy wprowadzenie akcji nie wiązało się z przeprowadzeniem oferty do obliczeń stosowano kurs odniesienia w pierwszym dniu notowań. W celu odniesienia analizowanych stóp zwrotu w stosunku do zmian zachodzących na całym rynku, do badań wykorzystano ponadprzeciętne stopy zwrotu (ang. *abnormal rate of return*) w stosunku do zmian indeksu NCindex. W pracy poddano analizie 369 debiutów w ramach warszawskiego alternatywnego systemu obrotu.

Przeprowadzona analiza wykazała, iż średnio na pierwszym dniu notowań akcji w ramach NewConnect drożały one w stosunku do ceny emisyjnej o 40,8% (po

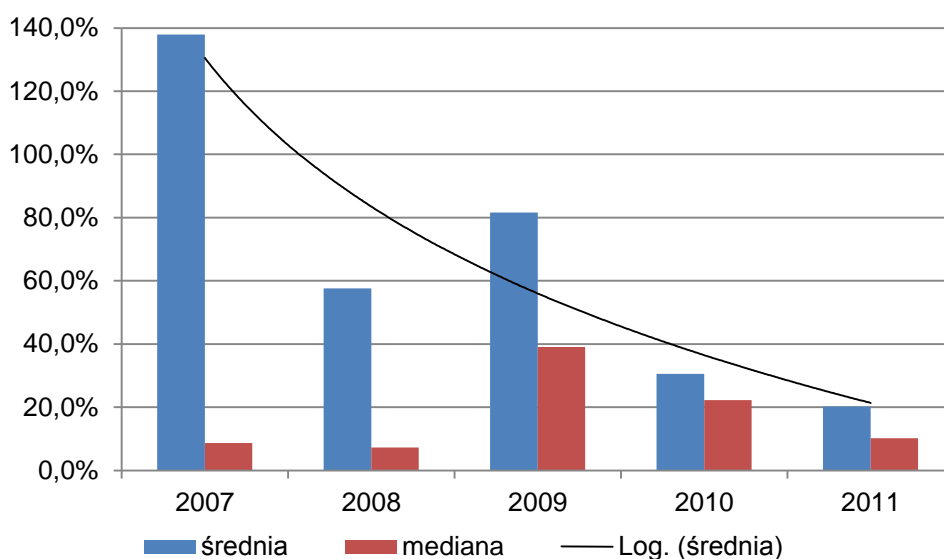
²⁴ Kurs odniesienia mógł być ustalony na podstawie wyceny przedsiębiorstwa. W celu pomiaru faktycznego wyniku na inwestycji do obliczeń przyjęto cenę emisyjną akcji.

uwzględnieniu zmiany cen indeksu NCindex). Jednocześnie mediana tych stóp zwrotu wyniosła 12,5%. Wyniki te są zgodne z rozkładem stóp zwrotu w dniu debiutu obserwowanym na całym świecie, także na dojrzałych rynkach regulowanych. Odchylenie standardowe stóp zwrotu w badanej próbie wyniosło 128,2%.

Wyniki dowodzą, że zjawisko niedoszacowania ceny emisyjnej zachodzi także na rynkach alternatywnych. Z uwagi na specyfikę przeprowadzanych ofert sprzedaży nowych akcji, gdzie większość ofert stanowią oferty prywatne, wyjaśnienie zjawiska (poza teoriami opisanymi w 3.5.1) może być inne w stosunku do rynków regulowanych, na których prawie wszystkie oferty są ofertami publicznymi. W przypadku ASO niedowartościowanie akcje może być wynikiem ostrożności emitenta i jego doradców. Ostateczna oferta nabycia akcji może być skierowana do wąskiego grona inwestorów (maksymalnie 99 inwestorów). Emitent musi zaoferować atrakcyjną cenę, aby podmioty te objęły całą oferowaną pulę akcji. W tym kontekście zasadne wydawałoby się oferowanie akcji poniżej ich wewnętrznej wartości. Jak wskazują badania, ograniczony dostęp inwestorów do oferty może utrudniać jej prawidłową wycenę czym może wpływać na niedoszacowanie ceny w ofercie [Derrien i Kecskes 2007]. Jest to istotne z perspektywy przedsiębiorstwa, dla którego wycena na rynku publicznym może być przez to niekorzystna w stosunku do wyceny sporządzonej przez fundusze podwyższonego ryzyka lub inwestora strategicznego.

Analiza stóp zwrotu w pierwszym dniu notowań wykazała, iż niedoszacowanie malało w poszczególnych latach funkcjonowania rynku. W pierwszym roku funkcjonowania rynku NewConnect średnia stopa zwrotu w dniu debiutu wyniosła blisko 140%, podczas gdy mediana nie przekraczała 10%. W ostatnim z badanych lat wyniki ukształtowały się odpowiednio na poziomie 20% i 10%. Rezultaty dla poszczególnych lat przedstawia rysunek numer 31.

Rysunek 31. Stopy zwrotu w pierwszym dniu notowań na rynku NewConnect w latach 2007-2011



Źródło: Opracowanie własne.

W literaturze zmiany niedoszacowania cen akcji w momencie ich debiutu na rynku publicznym tłumaczy się zmianą: ryzyka (ang. *changing risk composition*), zachęt (ang. *realignment of incentives*) i funkcji celów emitenta [Loughran i Ritter 2004, s. 5-37]. Zaobserwowana w przypadku NewConnect tendencja może być wynikiem stabilizacji rynku i może świadczyć o jego stopniowej profesjonalizacji. Największe średnie stopy zwrotu odnotowano w latach, w których występowało najmniej debiutów, tj. 2007 i 2009 roku.

Relatywnie duże zróżnicowanie uzyskiwanych stóp zwrotu zauważyć można analizując poszczególne sektory. Do badań wykorzystano podział sektorowy wykonany przez GPW, a wyniki dla poszczególnych branż zaprezentowano w tabeli numer 39.

Tabela 39. Branżowe stopy zwrotu na NewConnect w latach 2007-2011

Sektor	Średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu w dniu debiutu	Średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu w okresie jednego roku	Liczebność sektora
budownictwo	22,0%	7,4%	31
eco-energia	10,9%	-9,2%	8
e-handel	46,5%	-4,5%	9
handel	46,8%	178,8%	58
informatyka	45,2%	49,1%	29
inwestycje	49,4%	-5,2%	28
media	107,3%	218,6%	25
nieruchomości	11,4%	-12,8%	15
ochrona zdrowia	54,0%	122,3%	21
recykling	29,2%	46,8%	9
technologie	34,9%	53,0%	30
telekomunikacja	21,3%	10,5%	10
usługi finansowe	14,7%	13,3%	36
usługi inne	36,6%	14,8%	48
wypoczynek	54,3%	-16,3%	12

Źródło: Opracowanie własne.

Najwyższe stopy zwrotu w dniu debiutu osiągały spółki z sektora media (wzrost o 107,3%), wypoczynek (54,3%) i ochrona zdrowia (54,0%). Najniższe zmiany zaobserwowano w sektorach eco-energia (10,9%) i nieruchomości (11,4%).

Inaczej przedstawiają się wyniki po upływie roku od dnia debiutu. Aż osiem z piętnastu sektorów wykazało ujemną ponadprzeciętną stopę zwrotu. Wśród tych sektorów wymienić

można: eco-energię, e-handel, inwestycje, nieruchomości oraz wypoczynek. Najwyższe ponadprzeciętne stopy zwrotu przyniosły sektory: media, handel i ochrona zdrowia. Być może dla podmiotów z tych branż znacznie trudniej ocenić perspektywy i prognozować kondycję finansową. Ponadto inwestorzy bazując na dokumencie informacyjnym mogą zbyt optymistycznie postrzegać przyszłość nie uwzględniając potencjalnego ryzyka.

W pracy przeprowadzono analizę szeregu czynników mogących mieć wpływ na kształtowanie stóp zwrotu z inwestycji IPO w krótkim i długim okresie. W niniejszym rozdziale zaprezentowano wybrane czynniki, które zdaniem autora istotnie różnicowały osiągnięte stopy zwrotu.

Jednym z kryteriów podziału debiutów na rynku NewConnect są rodzaje ofert. Emitenci, przed upublicznieniem na rynku alternatywnym, przeprowadzają oferty publiczne, prywatne lub nie dokonują sprzedaży akcji. Jak wynika z przeprowadzonych badań, ma to wpływ na stopy zwrotu, co przedstawia tabela numer 40.

Tabela 40. Ponadprzeciętne stopy zwrotu akcji na rynku NewConnect w zależności od rodzaju oferty

Wyszczególnienie	Średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu w dniu debiutu	Średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu po roku
oferta publiczna	38,0%	0%
oferta prywatna	32,9%	19%
bez oferty	267,6%	811%

Źródło: Opracowanie własne.

Debiuty, które nie były poprzedzone przeprowadzeniem oferty, odnotowują wysokie ponadprzeciętne stopy zwrotu zarówno w pierwszym dniu po debiucie, jak i w okresie jednego roku wprowadzenia akcji do obrotu. Wynik ten może być powodowany trudnością w ustaleniu kursu odniesienia dla instrumentów, które nie były przedmiotem transakcji pomiędzy stronami niepowiązanymi, a także ograniczoną podażą akcji w obrocie.

Istotnym czynnikiem, który także może wpływać na analizowane stopy zwrotu, może być wielkość oferty poprzedzającej debiut na rynku. W badaniu podzielono oferty emitentów na sześć grup w zależności od ich wielkości, co przedstawia tabela numer 41.

Tabela 41. Wielkość oferty a ponadprzeciętne stopy zwrotu na rynku NewConnect

Wielkość oferty razem	Średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu w dniu debiutu	Średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu po roku
Oferta poniżej 1 mln PLN	64,8%	126,2%
Oferta od 1 do 5 mln PLN	33,6%	20,7%
Oferta od 5 do 10 mln PLN	15,0%	12,7%
Oferta od 10 do 50 mln PLN	6,4%	-7,6%
Oferta co najmniej 50 mln PLN	42,3%	Brak ofert spełniających kryteria.

Źródło: Opracowanie własne.

Wyniki wskazują, że im mniejsza oferta, tym większe niedoszacowanie ceny emisyjnej i ponadprzeciętna stopa zwrotu za okres jednego roku. Wyjątek stanowią oferty powyżej 50 mln zł, jednakże z uwagi na ich niską liczebność (dwa przypadki) ryzykowne jest wyciąganie wniosków dla ogółu takich ofert. Malejąca stopa zwrotu wraz ze wzrostem wartości oferty może wynikać zarówno z ryzyka, które jest największe w przypadku najmniejszych podmiotów oraz z niezaspokojenia popytu inwestorów w przypadku niewielkich ofert.

Dodatkowo w badaniach podzielono spółki na wspierane finansowo przez fundusze typu VC/PE oraz pozostałe. Linię demarkacyjną stanowi przyjęta w rozdziale 3.2. na potrzeby badań definicja firmy wspieranej przez fundusze podwyższonego ryzyka.

Tabela 42. Stopy zwrotu na rynku NewConnect z uwagi na strukturę własnościową emitenta

Wyszczególnienie	Średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu w dniu debiutu	Średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu po roku
Podmioty wspierane przez VC/PE	27,0%	-10,4%
Pozostałe podmioty	45,9%	81,4%

Źródło: Opracowanie własne.

Na NewConnect akcje spółek wspieranych przez fundusze VC/PE charakteryzują się relatywnie niskim poziomem niedowartościowania w momencie debiutu w stosunku do akcji pozostałych emitentów. Mogłoby to oznaczać, iż profesjonalny inwestor w lepszy sposób jest

wstanie oszacować wartość akcji. Może to wynikać także z mniejszego ryzyka dla pozostałych inwestorów, przez co są oni skłonni obejmować akcje w ramach przeprowadzanych ofert z mniejszym dyskontem. Fundusze VC/PE mogą być postrzegane jako gwarant funkcjonowania emitenta, a ich obecność w strukturze akcjonariatu może stanowić efekt sygnalizacji. Inwestorzy obejmujący akcje w ramach ofert poprzedzających debiuty na rynku alternatywnym dysponują niewielką ilością informacji, a fundusze VC/PE swoje decyzje inwestycyjne poprzedzają wykonaniem *due diligence*. Wejście kapitałowe tych funduszy oznacza pozytywną weryfikację spółki i jej perspektyw.

Na rozwiniętym rynku amerykańskim obserwacje w tym zakresie dają odmienne wyniki. Ritter [2011] zauważył, że firmy wspierane przez fundusze podwyższonego ryzyka uzyskują wyższe stopy zwrotu w pierwszym dniu notowań, a w dłuższym okresie charakteryzują się mniejszą negatywną ponadprzeciętną stopą zwrotu w porównaniu do pozostałych. Podobne konkluzje wynikają z badania przeprowadzonego przez Brav i Gompers [1997, s. 1818] oraz Jain i Kini [1995, s. 593-606], którzy wykazali, iż zaangażowanie VC/PE prowadzi do efektywniejszego monitoringu i kontroli spółki oraz przekłada się na lepsze wyniki finansowe. Badania przeprowadzone przez Gulati i Higgins [2003, s. 127-144] dowodzą jednak, że relacje przedsiębiorstw z VC dobrze odbierane są przez inwestorów w „chłodnych” okresach (ang. *cold equity market*). W okresie hossy na rynkach znacznie lepiej oceniane są relacje z prestiżowym oferującym (ang. *underwriter*).

Na NewConnect w długim terminie wyższe stopy zwrotu przynosiły akcje spółek, w których akcjonariacie nie było funduszy VC/PE. Może to być spowodowane słabą jakością emitentów i zjawiskiem negatywnej selekcji. Fundusze nie znajdując chętnego na zakup przedsiębiorstwa wśród inwestorów branżowych i finansowych, mogą decydować się na upublicznienie spółki. W takim wypadku podaż spółek ze strony funduszy VC/PE charakteryzowałaby się złą jakością przedsiębiorstw, co przekładałoby się na ujemne ponadprzeciętne stopy zwrotu z akcji tych podmiotów. Taka obserwacja prowadzi do wniosków mogących mieć wpływ na dalszy kształt rynku NewConnect i strukturę jego uczestników. W przyszłości firmy wspierane przez VC/PE mogłyby mieć problemy z pozyskaniem kapitału w ramach upubliczniania na ASO oraz z atrakcyjną wyceną na rynku wtórnym. Ograniczyłyby to istotnie korzyści VC/PE z rynku alternatywnego, co nie sprzyjałoby jego rozwojowi.

Ponadto badania wykazały, że inwestorzy na rynku alternatywnym wyżej wyceniają akcje, w przypadku, których oferta poprzedzająca debiut nie zawierała sprzedaży akcji wcześniej wyemitowanych, tj. debiut nie był wyjściem z inwestycji dotychczasowych

właścicieli. Wyniki ponadprzeciętnych stóp zwrotu obliczanych dla przedmiotowego podziału prezentuje tabela numer 43.

Tabela 43. Stopy zwrotu na rynku NewConnect ze względu na strukturę oferty

Wyszczególnienie	Średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu w dniu debiutu	Średnia ponadprzeciętna stopa zwrotu po roku
Oferta zawierała sprzedaż wcześniej wyemitowanych akcji	25%	39%
Oferta nie zawierała sprzedaży wcześniej wyemitowanych akcji	42%	60%

Źródło: Opracowanie własne.

Rynek NewConnect jest młodym rynkiem przez co badanie stóp zwrotu w średnim i długim okresie w stosunku do kursu odniesienia w momencie debiutu jest utrudnione. Na koniec 2011 roku obliczenie trzyletnich stóp zwrotu było możliwe tylko w przypadku 85 podmiotów. Pozostałe notowane były na rynku krócej.

Wobec powyższego ograniczono się do analizy stóp zwrotu w interwałach 5 i 10 tygodni oraz jednego roku i trzech lat od dnia debiutu spółki na rynku alternatywnym. Wyniki przedstawia tabela numer 44.

Tabela 44. Ponadprzeciętne stopy zwrotu z inwestycji na rynku pierwotnym NewConnect

Wyszczególnienie	Średnia	Mediana	Odchylenie standardowe
W dniu debiutu	40,8%	12,5%	128,2%
5 tygodni po debiucie	55,2%	1,5%	327%
10 tygodni po debiucie	43,2%	-0,1%	254%
Rok po debiucie	58,5%	0,7%	369%
Trzy lata po debiucie	8,3%	-21,4%	82%

Źródło: Opracowanie własne.

Wysokie średnie ponadprzeciętne stopy zwrotu utrzymują się w okresie do jednego roku po debiucie. W przypadku pomiaru tego zjawiska za pomocą mediany zaobserwować można, iż już 5 tygodni po debiucie dodatnie ponadprzeciętne stopy zwrotu zostały zniwelowane. Mediana stóp zwrotu liczonych za trzy lata od momentu wprowadzenia akcji do obrotu, wskazują, iż w okresie po dniu debiutu akcje te osiągają słabsze wyniki od rynku.

Wyniki są zgodne z obserwacjami i wynikami badań przeprowadzonych na zagranicznych rynkach [Vismara, Paleari i Ritter 2012]. W przypadku podmiotów na rynku alternatywnym, negatywne ponadprzeciętne stopy zwrotu w średnim i długim terminie mogą wynikać w większym stopniu z przeszacowania przyszłych przepływów pieniężnych przez inwestorów i zbyt optymistycznej oceny planów rozwoju emitentów. W literaturze wskazuje się także na teorię rozbieżności opinii (ang. *the divergence of opinion hypothesis*) i wykorzystania szans (ang. *the windows of opportunity hypothesis*) jako tłumaczące zaobserwowane zjawisko na ASO [Giudici i Roosenboom 2004, s. 329-354].

Przeprowadzone badania na rynku NewConnect wykazały, iż w czasie zmienia się nie tylko ponadprzeciętna stopa zwrotu w dniu debiutu, ale także stopy zwrotu liczone za dłuższy okres od dnia debiutu. W przypadku ponadprzeciętnych stóp zwrotu liczonych za okres jednego roku od dnia debiutu najniższą średnią odnotowano dla spółek debiutujących w 2008 roku (17,0%), a najwyższą dla wprowadzanych do obrotu w 2010 roku (105,3%). Wyniki analizy przedstawia tabela numer 38.

Tabela 45. Ponadprzeciętne stopy zwrotu za okres jednego i trzech lat od debiutu dla spółek wprowadzonych na rynek NewConnect w latach 2007-2010

Rok debiutu	Rok od debiutu	Trzy lata od debiutu
2007	42,1%	16%
2008	17,0%	5,1%
2009	17,5%	b/d
2010	105,3%	b/d

Źródło: Opracowanie własne.

3.5.3. Stopy zwrotu na rynku wtórnym

Do porównania stóp zwrotu na rynku wtórnym wykorzystano indeksy szerokiego rynku obu segmentów. Za wyjątkiem 2009 roku, roczne stopy zwrotu na rynku NewConnect charakteryzowały się większą zmiennością w porównaniu do rynku regulowanego. Roczne stopy zwrotu w badanym okresie obu indeksów przedstawia tabela numer 46.

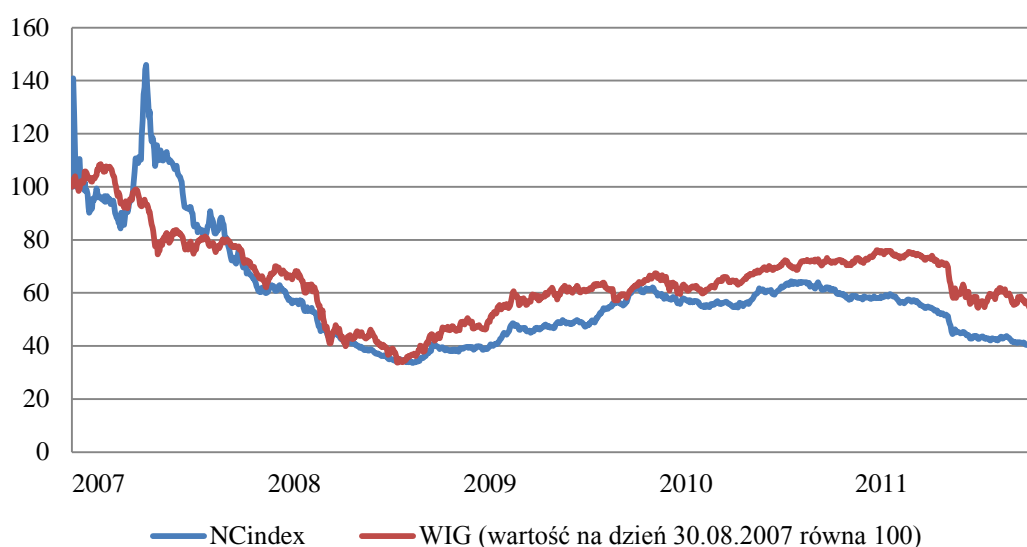
Tabela 46. Stopa zwrotu indeksów NCindex i WIG w ujęciu rocznym

Indeks	2007	2008	2009	2010	2011
NCindex	*44,17%	-73,51%	30,14%	27,65%	-34,39%
WIG	10,39%	-51,07%	46,85%	18,77%	-20,83%

Źródło: Opracowanie własne. * Stopa zwrotu za okres od 31.08.2007 do 31.12.2011 r.

W analizowanym okresie niższą ujemną stopą zwrotu charakteryzował się rynek regulowany GPW. Wyniosła ona nieco ponad -40% podczas gdy NCindex odnotował spadek w wysokości blisko 60%. Historyczne notowania indeksu NCindex na tle zmian indeksu WIG, dla którego na moment utworzenia rynku NewConnect przyjęto wartość bazową 100, przedstawia rysunek numer 32.

Rysunek 32. Historyczne notowania indeksu NCindex na tle wystandaryzowanego indeksu WIG



Źródło: Opracowanie własne.

3.6. Ryzyko na rynku NewConnect

Nieodłącznym elementem inwestowania jest podejmowanie ryzyka. Obok stopy zwrotu ryzyko jest kluczowym parametrem w ocenie efektywności prowadzonej działalności inwestycyjnej. W tym rozdziale przedstawiono czynniki ryzyka związane z inwestycjami w akcje na rynkach publicznych, a także dokonano analizy porównawczej ryzyka na alternatywnym i regulowanym rynku warszawskiej giełdy.

3.6.1. Ryzyko na rynku akcji

Inwestorzy mogą podejmować decyzje w warunkach: pewności, niepewności i ryzyka. Warunki pewności to takie, w których inwestorzy posiadają wszystkie informacje, a wpływ na końcowy wynik inwestycji mają tylko parametry określone w całości. Warunki niepewności występują w sytuacji, gdy dla zbioru określonych wyników nie jest znane prawdopodobieństwo wystąpienia. Inwestorzy w tym przypadku nie mają dostępu do informacji, przez co nie mogą określić oczekiwanych dochodów [Jedynak 1999, s. 14]. Inwestowanie w warunkach ryzyka różni się od warunków niepewności tym, że znane jest prawdopodobieństwo wystąpienia poszczególnych wyników, a inwestorzy dzięki dysponowaniu informacjami mają możliwość oceny oczekiwanego dochodu [Krupa 2002, s. 18]. Skutkiem tego jest możliwość kwantyfikacji ryzyka, podczas gdy niepewność jest subiektywną oceną.

W literaturze ryzyko definiuje się jako prawdopodobieństwo poniesienia strat w wyniku prowadzonych działań [Soroczyński i Stachowicz 1994, s. 11]. W dyscyplinie finansów przekłada się to na brak pewności w aspekcie końcowej wartości inwestycji [Sharpe, Alexander i Bailey 1995, s. 1021]. Ryzyko może być zjawiskiem negatywnym (wystąpienie niepożądanego zdarzenia) lub neutralnym (wystąpienie dochodu innego od oczekiwanego) [Jajuga 1999, s. 62-66].

Na ryzyko finansowe składa się ryzyko rynkowe, ryzyko kredytowe i ryzyko operacyjne [Jorion 2007, s. 241]. Ryzyko rynkowe związane jest ze zmianami cen oraz zmiennością notowanych instrumentów finansowych. Ryzyko kredytowe związane jest z potencjalną stratą w przypadku niewypłacalności emitenta, natomiast ryzyko operacyjne dotyczy możliwych strat wynikających z niewłaściwych decyzji i nieprawidłowej realizacji funkcji przedsiębiorstwa.

Według kryterium funkcjonalnego ryzyko podzielić można na systematyczne i specyficzne (niesystematyczne) [Dembny 2005, s. 83-86]. Ryzyko systematyczne determinuje zewnętrzne otoczenie, a sam podmiot nie ma na nie wpływu. Ryzyko specyficzne związane jest z warunkami mikroekonomicznymi podmiotu.

Inwestycje w akcje wiążą się z ekspozycją na ryzyko:

- makrootoczenia (ryzyko gospodarcze, polityczne, demograficzne, siły nabywczej, stopy procentowej, walutowe, rynku, reinwestowania, zmienności),

- mikrootoczenia (ryzyko bankructwa, płynności, zarządzania, biznesu, technologiczne, wizerunku firmy, wrogiego przejęcia, wydarzeń, inne specyficzne dla prowadzonej działalności),
- wewnętrzne inwestora (ryzyko oceny i doboru inwestycji, popełniania błędów w procesie inwestycyjnym).

Z tego względu inwestorzy na rynku akcji oczekują premii za ryzyko w stosunku do tzw. inwestycji bezpiecznych [Fama i French 2002a]. Modelami objaśniającymi tę premię są m.in. CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) i APT (*Arbitrage Pricing Theory*)²⁵. Modele te nie opisują w sposób idealny występującego na rynkach kapitałowych zjawiska, przez co spotkały się z krytyką w pracach m.in. Roll'a [1977], Constantinidesa [1990], Benartzi i Thaler [1995] oraz Dhrymes, Friend i Gultekin [1984]. W literaturze spotykane są także stanowiska i badania poddające w wątpliwość występowanie premii za ryzyko na rynku akcji [Mehra 2003]. W nurt ten wpisuje się praca Browna, Goetzmana i Rosas [1995]. Badania wykazały, że premia za ryzyko jest niższą, jeżeli przedsiębiorstwa redukują ryzyko specyficzne [Chatterjee, Lubatkin i Schulze 1999]. Banz [1981] oraz Fama i French [1995] wykazali, iż analizowana premia kształtuje się różnie w zależności od wielkości przedsiębiorstwa. Małe spółki charakteryzują się większym ryzykiem, a przez to wyższą oczekiwaną stopą zwrotu (wyższą premią za ryzyko). Ibbotson wskazuje dodatkowo, że premia ta może wynikać z branży, w jakiej działają przedsiębiorstwa oraz z innych czynników [Ibbotson 2011, s. 27-30]. Ponadto wykazano, iż premia za ryzyko jest pozytywnie skorelowana ze zmiennością rynku [Kim, Morley i Nelson 2004]. Opisanie czynników mają istotne znaczenie dla przedmiotowej pracy z uwagi na fakt, iż ASO są rynkami dedykowanymi małym i średnim firmom.

W literaturze miary ryzyka cen akcji przedstawiane są w trzech grupach [Jajuga, Kuziak, Papla 2000, s. 49-50]:

- miary zmienności,
- miary wrażliwości,
- miary zagrożenia.

Miarą zmienności na rynku akcji może być zróżnicowanie występujących stóp zwrotu. Narzędziem, które pozwala skwantyfikować tak zdefiniowane ryzyko jest odchylenie standardowe stóp zwrotu (Jajuga K. i Jajuga T. 1999, s. 102). Miarą wrażliwości może być współczynnik beta wyznaczany na podstawie jednoczynnikowego modelu Sharpe'a (1963).

²⁵ Szerzej w: Brealey, Myers i Allen [2006, s. 190-200] oraz Luenberger [2003, s. 260-268].

Najpopularniejszą metodą pomiaru zagrożenia (ang. *downside risk measures*) jest wartość narażona na ryzyko (ang. *Value at Risk - VaR*) (Jajuga, Kuziak, Papla 2000, s. 51). W kolejnym rozdziale dokonano pomiaru ryzyka narzędziami wskazanymi powyżej.

3.6.2. Ocena ryzyka na rynku NewConnect względem rynku podstawowego

Na rynkach alternatywnych inwestorzy narażeni są na te same typy ryzyka jak w przypadku rynków regulowanych. Przy czym dwie charakterystyczne dla tych rynków cechy mogą potęgować to ryzyko. Są nimi ograniczony dostęp do informacji oraz relatywnie niska płynność walorów w obrocie wtórnym.

Istotne z perspektywy podejmowania ryzyka na rynku NewConnect może być zjawisko narastającej awersji do ryzyka wraz ze zwiększającą się nominalną wartością inwestycji (ang. *size-of-risk aversion*). Im mniejsza kwota inwestycji, tym mniej są skłonni zapłacić inwestorzy za ubezpieczenie wygranej (Zeckhauser i Keeler 1970). Na NewConnect inwestorzy dokonują relatywnie małych inwestycji (niska wartość pojedynczej transakcji, niska nominalna wartość *free float* większości podmiotów), co może skutkować większą skłonnością do ryzyka. Prawidłowość ta mogłaby po części uzasadniać relatywnie wysokie wyceny akcji na rynku (Vismara, Paleari i Ritter 2012).

Ograniczony dostępu do informacji może prowadzić do braku efektywności rynków, przez co instrumenty notowane na nich nie będą wyceniane zgodnie z ich wartością wewnętrzną. Podejmowanie decyzji w oparciu o niepełne informacje przekłada się na błędną ocenę emitentów. W takich warunkach inwestorzy mogą nie być w stanie w sposób prawidłowy oszacować np. prawdopodobieństwa bankructwa emitenta.

Na NewConnect, wśród podmiotów debiutujących w okresie od 2007 do końca 2011 roku do końca marca 2012, miały miejsce 3 upadłości. Liczba ta jednak w pewien sposób przekłamuje kondycję spółek z rynku alternatywnego. W tym samym okresie podmioty mające trudności z rozwojem i zarządzaniem działalnością operacyjną (m.in. Carbon Design, Euro Consulting&Management, Ibiza Ice Caffee, Lustatia, Veno, Viaguara) dokonały istotnej reorganizacji i wytyczyły nową strategię ukierunkowaną na działalność inwestycyjną (fundusz inwestycyjny podwyższonego ryzyka)²⁶, niejednokrotnie zmieniając przy tym nazwę spółki i przeprowadzając emisję akcji. Tymczasem na AIM w Londynie upada niespełna 2% firm rocznie (Treanor 2011). W celu porównania ryzyka upadłości spółek na rynkach alternatywnych i regulowanych zestawiono odsetek emitentów wycofywanych z obrotu

²⁶ W ostatnich czasach zjawisko to występuje także na rynku regulowanym GPW (np. One2one, Paged).

w skutek ogłoszenia upadłości na obu tych rynkach. W okresie 2007-2011 na NewConnect średniorocznie ogłaszało upadłość 0,4% spółek, podczas gdy na rynku regulowanym GPW odsetek ten wyniósł 0,7%. Szczegóły przedstawia tabela numer 47.

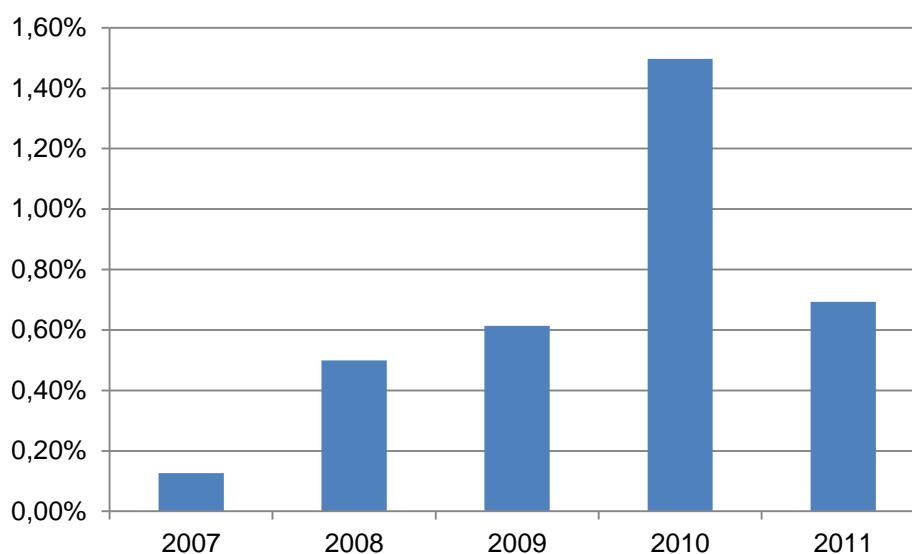
Tabela 47. Odsetek emitentów wycofywanych z obrotu wskutek ogłoszenia upadłości na NewConnect i rynku regulowanym GPW

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Liczba wycofań z obrotu z powodu upadłości na rynku regulowanym GPW	1	3	1	2	6
Liczba spółek w obrocie na koniec okresu na rynku regulowanym GPW	351	374	379	400	426
Udział upadłości w spółkach ogółem na rynku regulowanym GPW	0,3%	0,8%	0,3%	0,5%	1,4%
Liczba wycofań z obrotu z powodu upadłości na NewConnect	0	1	0	1	1
Liczba spółek w obrocie na koniec okresu na NewConnect	24	84	107	185	351
Udział upadłości w spółkach ogółem na NewConnect	0,0%	1,2%	0,0%	0,5%	0,3%

Źródło: Opracowanie własne.

Niska płynność dla inwestorów może oznaczać ograniczoną możliwość zawierania transakcji (ograniczona liczba zleceń kupna i sprzedaży w arkuszu zleceń) i wysoką zmienność cen akcji. Najprostszym narzędziem pomiaru płynności jest obrót w ujęciu wartościowym. Jest to iloczyn liczby walorów będących przedmiotem transakcji w danym okresie i ceny transakcyjnej. Zarówno na polskim rynku jak i na zagranicznych rynkach kapitałowych wartość obrotu w ramach ASO stanowi niski udział w obrotach na rynkach regulowanych prowadzonych przez te same podmioty. Wartości tego wskaźnika dla rynku NewConnect przedstawiono na rysunku numer 33.

Rysunek 33. Udział obrotów na rynku NewConnect w obrotach akcjami na rynku regulowanym GPW



Źródło: Opracowanie własne.

Na bazie wartości obrotów obliczyć można wskaźnik obrotu będący iloczynem wartości obrotu i wartości instrumentów finansowych (kapitalizacji giełdowej). W badanym okresie wskaźnik obrotu na rynku NewConnect wyniósł średnio 44%, podczas gdy na rynku regulowanym 51%. Wartość wskaźnika w poszczególnych latach prezentuje tabela numer 48. Podkreślić należy relatywnie wysoką zmienność obserwowanej cechy. Na rynku NewConnect odchylenie standardowe wskaźnika obrotu wyniosło 19%, a na rynku regulowanym niespełna 9%.

Tabela 48. Wskaźnik obrotu na rynkach akcji GPW

Rynek	2007	2008	2009	2010	2011
NewConnect	26%	59%	44%	71%	22%
Rynek regulowany GPW	47%	62%	42%	43%	60%

Źródło: Opracowanie własne.

Narzędziem do oceny potencjalnej płynności może być wskaźnik udziału akcji znajdujących się w wolnym obrocie w stosunku do wszystkich wyemitowanych akcji przez spółki (ang. *free float*). Rozwinięciem tego wskaźnika może być iloraz akcji posiadanych przez inwestorów mających mniej niż 5% akcji w stosunku do wszystkich zarejestrowanych akcji. Porównanie płynności na rynku alternatywnym i regulowanym umożliwia także analiza

średniego spreadu (pb), tj. różnicy pomiędzy najniższą ceną sprzedaży a najwyższą ceną kupna przed zawarciem każdej transakcji. Średni spread ważony wartością obrotów podawany jest w punktach bazowych.

$$S = \frac{\sum_1^n W_i \times (C_s - C_k)}{\sum_1^n W_i} \quad (1)$$

gdzie:

- S – spread obliczony dla danego waloru,
- W_i – wartość i-tej transakcji,
- C_s – najlepsza cena sprzedaży przed zawarciem transakcji,
- C_k – najlepsza cena kupna przed zawarciem transakcji,
- n – liczba transakcji na walorach w danym okresie.

W badaniu zestawiono wielkość średnich spread'ów ważonych obrotami dla poszczególnych spółek za 2011 rok. Syntetyczne zestawienie i porównanie spread'ów dla spółek notowanych na rynku NewConnect oraz na rynku urzędowym GPW przedstawia tabela numer 49.

Tabela 49. Średni spread (pb) ważony wartością obrotów za 2011 roku (w punktach bazowych)

Wyszczególnienie	Rynek regulowany GPW	NewConnect
Średnia	197	539
Mediana	188	515
Min	12	192
Max	822	1000 ²⁷

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW S.A.

Wyniki wskazują, iż średnio na rynku regulowanym spread wynosił 1,97% (197 punktów bazowych), podczas gdy na rynku alternatywnym 5,39%. Różnica pomiędzy najlepszymi ofertami kupna i sprzedaży na rynku NewConnect jest znacząco wyższa od najbardziej płynnych akcji na GPW (spread dla KGHM w analizowanym okresie wyniósł zaledwie 0,12%).

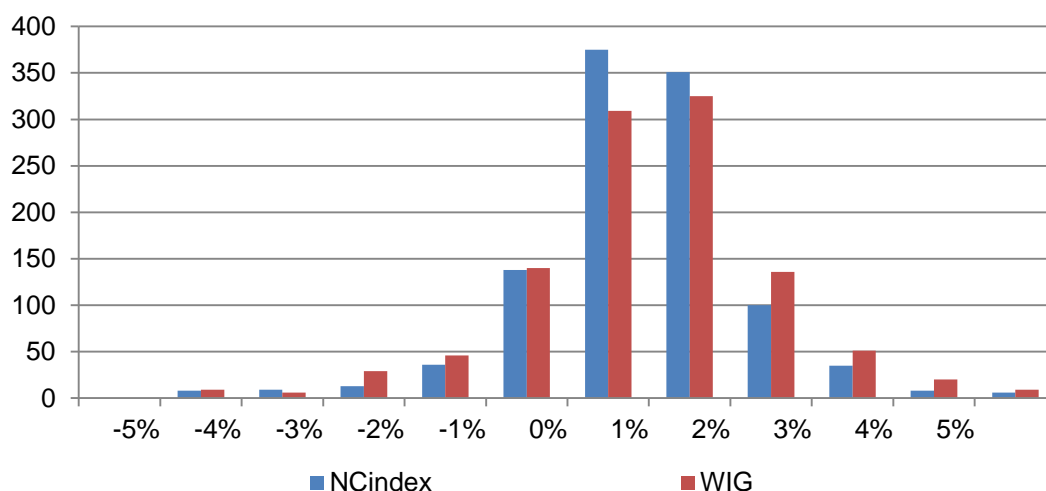
W dalszej części badań dokonano pomiaru i porównania ryzyka na warszawskim rynku alternatywnym i regulowanym. Badanie przeprowadzono na podstawie analizy stóp zwrotu

²⁷ Maksymalny spread wynika z obowiązkowego wsparcia ze strony animatora, który na bieżąco kwotuje zarówno kupno jak i sprzedaż akcji przez co ogranicza spread.

indeksów obu rynków (NC index i Warszawski Indeks Giełdowy). Oba instrumenty są indeksami dochodowymi i obliczane są w celu zobrazowania zmian cen na szerokim rynku - uwzględniają większość podmiotów notowanych w ramach danego rynku.

Oba indeksy są dodatnio skorelowane. Analiza rocznych stóp zwrotu wskazuje na większą amplitudę wahań w przypadku NCindex. Za wyjątkiem 2009 roku w analizowanym okresie NCindex osiągał wyższe dodatnie stopy zwrotu i niższe ujemne stopy zwrotu od indeksu WIG. Średnie dzienne stopy zwrotu w okresie od 31.08.2007 roku do 31.12.2011 roku wyniosły -0,08% w przypadku indeksu NCindex i -0,04% dla indeksu WIG. Odchylenie standardowe dziennych stóp zwrotu będące miarą ryzyka całkowitego rynku, wyniosło 1,8% dla NCindex i 1,6% dla WIG. Oznacza to, iż rynek NewConnect w analizowanym okresie charakteryzował się wyższym poziomem ryzyka. Porównanie rozkładu dziennych stóp zwrotu dla obu indeksów przedstawia rysunek numer 34.

Rysunek 34. Rozkład dziennych stóp zwrotu indeksów NCindex i WIG w okresie 31.08.2007 – 31.12.2011



Źródło: Opracowanie własne.

Zannualizowane odchylenie standardowe stóp zwrotu indeksu NCindex wyniosło 28,7% w porównaniu do 25,0% dla indeksu WIG.

W badaniu przeprowadzono pomiar ryzyka rynku NewConnect w oparciu o miary wrażliwości. W tym celu wykorzystano jednowskaźnikowy model W.F. Sharpe'a. Model ten zakłada, że stopę zwrotu wybranego waloru można opisać za pomocą współczynnika beta i zmiany cen portfela rynkowego (Sharpe 1963). Współczynnik beta jest miarą ryzyka systematycznego. W badaniu jako *benchmark* rynku wykorzystano indeks WIG. Na bazie

dziennych logarytmicznych stóp zwrotu indeksów NCindex i WIG obliczono współczynnik beta dla rynku alternatywnego.

$$\beta = \frac{\text{cov}(r_{NC}, r_{WIG})}{\sigma_{WIG}^2} \quad (2)$$

gdzie:

- β – współczynnik beta,
- σ_m – odchylenie standardowe stóp zwrotu z indeksu WIG,
- $\text{cov}(r_{NC}, r_{WIG})$ – kowariancja pomiędzy stopą zwrotu z indeksu NCindex i indeksu WIG.

Tak obliczona wartość współczynnika beta wyniosła 0,3894. Wartość współczynnika beta poniżej jedności interpretuje się jako bezpieczne inwestycje (defensywne) (Brigham 1997, s. 194). W przedmiotowym przypadku wysoce prawdopodobne wydaje się, iż jednowskaźnikowy model Sharpe'a, w którym benchmarkiem rynkowym jest indeks rynku regulowanego, nie opisuje prawidłowo zmian cen na rynku alternatywnym. W efekcie tego narzędzie to może być bezużyteczne w kontekście oceny ryzyka na rynku NewConnect.

Ostatnim z zastosowanych w badaniu narzędzi do oceny ryzyka na rynku NewConnect była miara zagrożenia - wartość narażona na ryzyko (VaR). Analizę przeprowadzono wykorzystując metodę symulacji historycznej (ang. *historical simulation*)²⁸. Dla poziomu tolerancji 0,01 VaR wyniósł 4,2% dla NCindex i 3,7% dla WIG. Oznacza to, iż z prawdopodobieństwem 99% dzienna stopa zwrotu z indeksu NCindex nie będzie niższa niż -4,2%, a w przypadku indeksu WIG nie niższa niż -3,7%, co świadczy o większej zmienności instrumentów finansowych notowanych na rynku alternatywnym

3.7. Inwestycje we wczesnych fazach rozwoju - samodzielne v. poprzez fundusze VC/PE

Na proces inwestycyjny składają się ustalenie polityki inwestycyjnej, analiza instrumentów finansowych, utworzenie portfela, jego nadzorowanie i monitoring oraz ewaluacja osiągniętych wyników [Sharpe, Alexander i Bailey 1995, s. 10]. Zarówno inwestorzy indywidualni, jaki instytucjonalni (np. TFI, OFE) wraz z decyzją o rozpoczęciu inwestycji w małe i średnie przedsiębiorstwa we wczesnych fazach rozwoju muszą wybrać, czy działalność tę będą prowadzić samodzielnie czy poprzez pośrednie inwestycje w fundusze

²⁸ Szerzej w: Jajuga, Kuziak i Papla (2000, s. 53-59).

podwyższonego ryzyka. Oba rozwiązania mogą przynieść korzyści lub wiązać się z różnego rodzaju ryzykiem. W rozdziale tym przeprowadzono analizę porównawczą bezpośredniego (inwestycje na rynku pierwotnym poprzez ASO) i pośredniego (powierzenie środków funduszom VC/PE) zajmowania pozycji na rynku inwestycji podwyższonego ryzyka, abstrahując od dostępności drugiej formy dla inwestorów indywidualnych. Porównanie to przedstawia tabela numer 50.

Podstawową negatywną cechą w przypadku inwestycji samodzielnych jest istotnie ograniczona możliwość nadzoru i kontroli spółki portfelowej oraz powierzonych środków. Dlatego tym ważniejszy jest prawidłowo funkcjonujący i odpowiednio regulowany rynek, w celu ograniczenia ryzyka dla inwestorów. Potencjalne zagrożenia wynikające z braku powyższego oraz proponowane zmiany w celu ich ograniczenia będą przedmiotem rozważań w rozdziale piątym.

Tabela 50. Inwestycje na rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Bezpośrednio v. pośrednio.

Kryteria	Inwestycje bezpośrednie (samodzielne poprzez ASO)	Inwestycje pośrednie (poprzez VC/PE)
Ustalenie polityki inwestycyjnej	Zależna od własnej decyzji i preferencji inwestora.	Inwestor akceptuje i wybiera fundusz na podstawie określonej polityki inwestycyjnej.
Poszukiwanie i ocena potencjalnych spółek portfelowych	Uproszczone poszukiwanie ograniczające się do analizy prezentacji otrzymywanych od Autoryzowanych Doradców. Wymagana wiedza do oceny z zakresu finansów i zarządzania oraz znajomość branży. Ocena na podstawie szczegółowych danych.	Brak zaangażowania ze strony inwestora.
Realny wpływ na działalność spółki portfelowej	Brak wpływu. Minimalne uprawnienia korporacyjne.	Fundusz reprezentujący inwestorów ma istotny wpływ na działalność spółki zagwarantowaną przez umowę inwestycyjną oraz istotny udział w głosach na zgromadzeniu wspólników i w kapitale spółki.
Kontrola i monitoring nad inwestycją	Kontrola i monitoring w oparciu o komunikaty publiczne. Brak możliwości wpływu w przypadku nieskuteczności działania.	Kontrola w oparciu o raporty zarządcze, a także dzięki sprawowanym funkcjom w organach nadzorczych lub zarządczych. Nieskuteczność działania może stanowić o dodatkowych uprawnieniach, takich jak powołanie nowego zarządu czy ograniczenie kolejnych rund finansowania itp.
Motywowanie agentów do realizacji celów właścicieli	Brak realnego wpływu.	Istotny nacisk w umowie inwestycyjnej na zmotywowanie drugiej strony (właścicieli i menedżerów) do realizacji planów i wzrostu wartości przedsiębiorstwa.
Możliwość wyjścia z pojedynczych inwestycji	Poprzez sprzedaż akcji w ramach obrotu na alternatywnym rynku.	Zależna od wyjścia kapitałowego funduszu.

Źródło: Opracowanie własne.

ROZDZIAŁ 4. ALTERNATYWNE SYSTEMY OBROTU JAKO KANAŁ POZYSKIWANIA KAPITAŁU PODWYŻSZONEGO RYZYKA

Podstawową funkcją organizowania obrotu publicznego instrumentami kapitałowymi jest alokacja zasobów i mobilizacja kapitału. Aby emitenci wykorzystywali dany kanał dostępu do kapitału, musi on dostarczyć środki na konkurencyjnych warunkach w stosunku do alternatywnych rozwiązań.

W rozdziale tym zaprezentowano rozważania dotyczą motywów emitentów decydujących się na upublicznienie w ramach rynku NewConnect. Podstawową funkcją alternatywnych systemów obrotu z perspektywy potencjalnych emitentów jest właśnie możliwość pozyskania finansowania na prowadzoną działalność. Przedsiębiorstwa mogą zdobyć kapitał poprzez przeprowadzenie oferty publicznej lub prywatnej – obie formy zostały opisane w rozdziale pierwszym. Druga metoda pozyskania kapitału formą jest zbliżona do zwykłych transakcji na rynku niepublicznym, jednak bez centralizacji tego typu transakcji nie możliwa byłaby do uzyskania taka skala.

Rozdział weryfikuje dwie hipotezy częściowe. Pierwszą, że ASO jest komplementarnym kanałem dystrybucji kapitału podwyższonego ryzyka wypełniającym lukę na rynku kapitałowym oraz drugą, że ASO są alternatywną metodą pozyskania kapitału finansującego lukę kapitałową w małych i średnich przedsiębiorstwach we wczesnych fazach rozwoju, przy czym kluczowym kryterium wyboru jednej z tych metod są pozafinansowe korzyści i koszty.

4.1. Zapotrzebowanie na kapitał w małych i średnich przedsiębiorstwach we wczesnej fazie rozwoju

Definicja Małych i Średnich Przedsiębiorstw (MSP) w polskim prawodawstwie jest spójna z prawem Unii Europejskiej. Art. 2 Załącznika I do rozporządzenia Komisji WE nr 364/2004 określa podział przedsiębiorstw na podstawie ich wielkości. I tak:

1. mikro przedsiębiorstwo:
 - a) zatrudnia mniej niż 10 pracowników,
 - b) roczny obrót nie przekracza 2 mln EUR lub suma bilansowa nie przekracza 2 mln EUR;
2. małe przedsiębiorstwo:

- a) zatrudnia mniej niż 50 pracowników,
 - b) roczny obrót nie przekracza 10 mln EUR lub suma bilansowa nie przekracza 10 mln EUR;
3. średnie przedsiębiorstwo:
- a) zatrudnia mniej niż 250 pracowników,
 - b) roczny obrót nie przekracza 50 mln EUR lub suma bilansowa nie przekracza 43 mln EUR.

Zgodnie z założeniem, jakie przyświeca organizatorom alternatywnych systemów obrotu rynki te dedykowane są dla przedsiębiorstw we wczesnym etapie cyklu życia, które w większości przypadków zaliczyć można do sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa z sektora MSP stanowią blisko 99,9% przedsiębiorstw zarejestrowanych w kraju [Tokaj-Krzewska i Żołnierski 2004, s. 28]. Z tego powodu w rozdziale przeprowadzono analizę mającą na celu wskazanie właściwości i cech przedsiębiorstw oraz kapitału, który może je finansować.

W 2007 roku średnie przedsiębiorstwa poniosły nakłady inwestycyjne na kwotę 34,8 mld zł, co stanowiło 24,1% nakładów wszystkich przedsiębiorstw [Żołnierski 2009, s. 15]. Jednostkowa wartość blisko 96,6% z tych inwestycji nie przekroczyła 10 mln zł. W tym samym czasie przedsiębiorstwa małe i mikroprzedsiębiorstwa wydały na ten cel odpowiednio 15,8 mld zł i 18,3 mld zł. Rok później nakłady wzrosły we wszystkich analizowanych grupach przedsiębiorstw do 20,4 mld zł w przypadku mikroprzedsiębiorstw, 19,0 mld zł w sektorze małych firm i 34,9 mld zł w grupie średnich przedsiębiorstw [Wilmańska 2010, s. 58].

Można zaobserwować, że im większe przedsiębiorstwo tym więcej przeznacza na inwestycje w stosunku do osiągniętych przychodów. W 2007 roku mikroprzedsiębiorstwa przeznaczyły na ten cel średnio 2,7% przychodów ogółem, podczas gdy małe i średnie poniosły nakłady w wysokości 4,1% i 5,3% [Wilmańska 2010, s. 54]. Inwestycje w większości, aż w 64% były finansowane kapitałem własnym, a w 22% krajowym kredytem lub pożyczką. Statystyki te nie uwzględniają mikroprzedsiębiorstw, które w jeszcze większym stopniu posilkują się finansowaniem własnym.

Powyższe dane potwierdzają specyficzny charakter finansowania działalności w sektorze MSP. Struktura finansowania jest wynikiem ograniczonego instrumentarium w zakresie finansowania luki kapitałowej w tej grupie przedsiębiorstw.

W 2008 roku udział mikroprzedsiębiorstw w liczbie przedsiębiorstw ogółem wyniósł 96%. Rokrocznie grupa ta powiększyła się o 75 tys. nowych jednostek, co przełożyło się na wzrost przychodów tej grupy o ponad 70 mld zł i wzrost nakładów o 20 mld zł. Rozwój mikroprzedsiębiorstw sprawił, że na koniec 2008 roku były one miejscem pracy dla 3,7 mln osób.

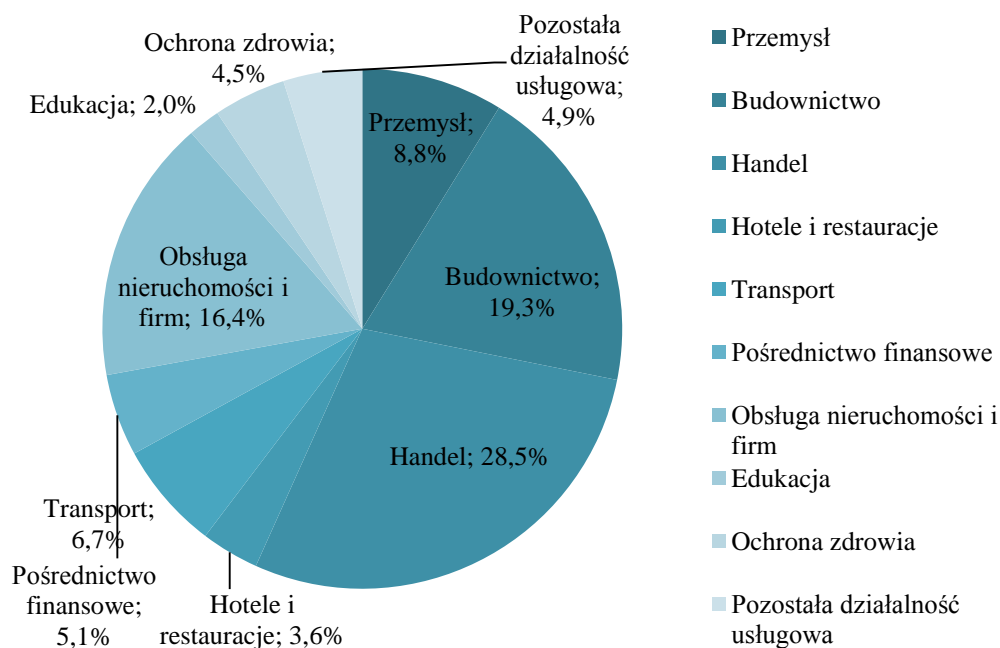
Tabela 51. Sektor mikroprzedsiębiorstw – dane statystyczne

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008
Liczba przedsiębiorstw (w tys.)	1 653,9	1 615,2	1 653,0	1 713,2	1 787,9
Liczba pracujących (w tys.)	3 383,5	3 403,1	3 474,6	3 592,8	3 727,2
Nakłady inwestycyjne (w mln zł)	11 364	11 842	14 179	18 321	20 356
Przychody ogółem (w mln zł)	541 390	553 120	636 690	671 063	746 497

Źródło: GUS [2010a].

Wśród nowopowstałych przedsiębiorstw dominują działające w sektorze przemysłu, budownictwa handlu oraz obsługujące nieruchomości i firmy, co prezentuje rysunek numer 35.

Rysunek 35. Nowo powstałe przedsiębiorstwa w 2008 roku a sektor działalności



Źródło: GUS [2010b].

Większość przedsiębiorstw wskazuje na środki własne jako na źródło finansowania swojej działalności. Spośród przedsiębiorstw powstałych w 2008 roku około 80% sfinansowało rozpoczęcie swojej działalności w ten sposób [Ministerstwo Gospodarki 2010]. Do pozostałych źródeł wskazywanych przez ankietowanych można zaliczyć kredyt bankowy, pożyczki od rodziny lub znajomych oraz inne.

4.1.1. Cele przedsiębiorstwa w świetle teorii finansów

Z perspektywy przedsiębiorstw nie sposób prowadzić rozważania w zakresie finansowania działalności w oderwaniu od celów przedsiębiorstw w świetle teorii finansów. Wszelkie wybory, jakich dokonują firmy, powinny być podporządkowane wspomnianym celom. W historii teorii finansów pojawiło się wiele koncepcji podejmujących tematykę istoty przedsiębiorstwa. Stanowią one podstawę współczesnej teorii firmy.

W świetle neoklasycznej teorii przedsiębiorstwa, podstawowym celem jego funkcjonowania jest maksymalizacja zysku. Istotą tej koncepcji jest oddelegowanie przez właściciela swoich zasobów na potrzeby przedsiębiorstwa w zamian za prawo do uzyskiwania dochodu [Gorynia 1999]. Zgodnie z powyższym, przedsiębiorstwo powinno poszukiwać najtańszego finansowania, tak aby dochód właściciela był stale maksymalizowany.

Teorią, która akcentuje alternatywne cele przedsiębiorstwa w stosunku do teorii neoklasycznej jest podejście menedżerskie. Koncepcja ta kładzie nacisk na relacje pomiędzy agentami, tj. właścicielami a menedżerami [Gorynia 1999]. W przedsiębiorstwach charakteryzujących się rozdrobnioną strukturą własnościową z dużą liczbą akcjonariuszy mniejszościowych, z uwagi na niewystarczającą kontrolę, dochodzi do przejęcia władzy przez menedżerów. W takim wypadku cele maksymalizacji zysku nie są realizowane, a pojawiają się inne poboczne. Motywami, jakie mogą kierować kadrą menedżerską są przypuszczalnie chęć uzyskania najwyższego wynagrodzenia, zabezpieczenie swoich interesów i stabilności zatrudnienia oraz zdobycie władzy, która często może prowadzić do niekorzystnych dla właścicieli transakcji przejęć. W koncepcji cele mogą być różnorodne ze względu na rozliczne systemy wynagrodzeń. Celem przedsiębiorstwa może być również przetrwanie, co hamuje konkurencyjność i innowacyjność całej gospodarki.

Z założenia kapitał pozyskany poprzez rynek NewConnect wiąże się z inwestorami mniejszościowymi i rozdrobnionym akcjonariatem. W konsekwencji forma finansowania może sprzyjać budowie nieefektywnych, nieinnowacyjnych i niekonkurencyjnych przedsiębiorstw, których cele będą wyznaczone przez kadrę menedżerską, a nie przez

oczekiwania właścicieli. Menedżerowie, którzy jednocześnie nie są właścicielami, mogą w upublicznieniu i rozwodnieniu dotychczasowej struktury właścicielskiej upatrywać szansy do realizacji celów określonych przez teorie menedżerskie. Kosztem utraty władzy przez dotychczasowych właścicieli rośnie znaczenie menedżerów w przedsiębiorstwie.

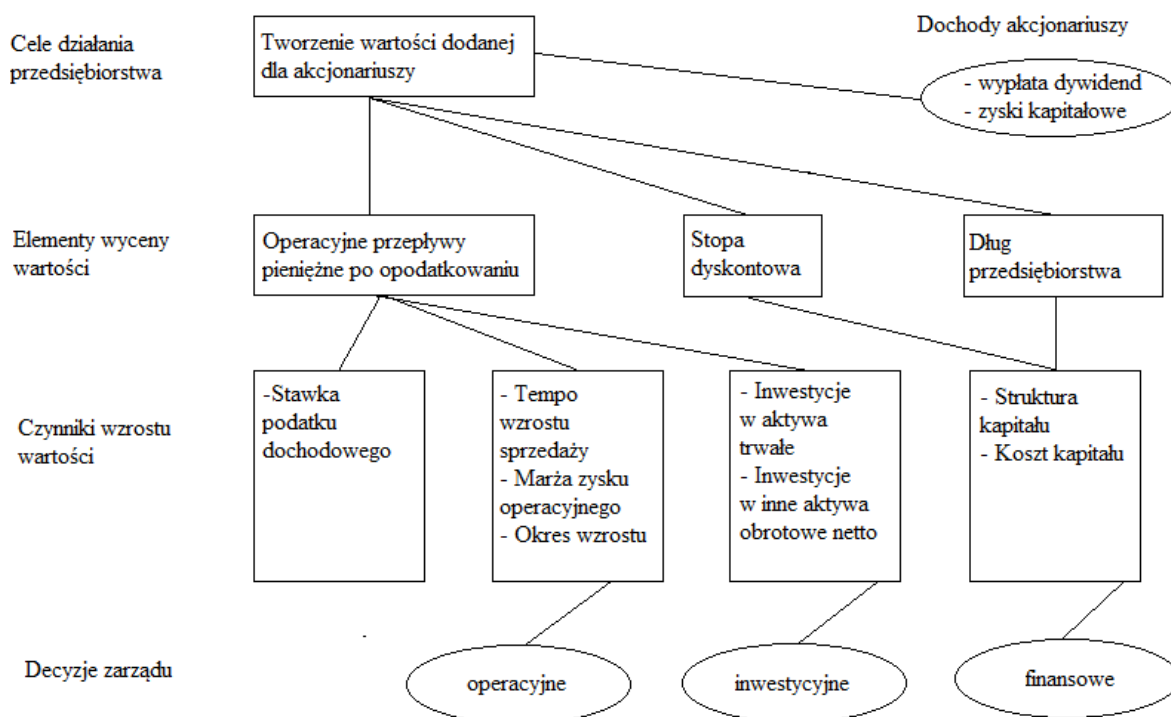
Zgodnie z behawioralną teorią firmy, przedsiębiorstwo jest organizacją składającą się z indywidualnych członków mających różne cele. Teoria ta, w przeciwieństwie do koncepcji menedżerskich, wykracza poza relacje menedżer – właściciel. Uwzględnia inne grupy interesów, w tym znajdujących się poza organizacją klientów i odbiorców. Z uwagi na liczne i zróżnicowane grupy nacisku trudno jest wskazać cel przedsiębiorstwa w tym ujęciu. Uznaje się, że cele przedsiębiorstwa, zgodnie z tą koncepcją, są wynikiem ciągłego procesu przetargu i uczenia się [Gorynia 1999]. Teoria wydaje się dopasowana do dużych korporacji składających się z relatywnie autonomicznych jednostek. Z uwagi na obszar zainteresowania małymi i średnimi przedsiębiorstwami, znaczenie tej idei wydaje się ograniczone.

We współczesnej gospodarce celem działania podmiotu gospodarczego jest maksymalizacja bogactwa właścicieli poprzez maksymalizację wartości przedsiębiorstwa [Gajdka i Walińska 2000, s. 23]. Przemawiają za tym trzy grupy argumentów [Szablewski i Tuzimek 2007, s. 31]:

1. kreowana przez spółkę wartość dla akcjonariuszy jest najlepszym miernikiem jej oceny,
2. właściciele są ostatnią grupą interesu korzystającą z wytworzonej wartości,
3. kapitał migruje w gospodarce od nieefektywnych gospodarek i firm do najefektywniejszych inwestycji rozumianych jako najlepsza relacja stopy zwrotu do ryzyka.

W literaturze wskazuje się na cel maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa jako na najbardziej konkretny i zorientowany na przyszłość [Stradomski 2006, s. 9]. Zatem z perspektywy zarządzania przedsiębiorstwem istotne jest, jakie czynniki są kluczowe dla tworzenia wartości dodanej dla akcjonariuszy. Schemat tworzenia wartości dodanej dla akcjonariuszy został przedstawiony na rysunku numer 36.

Rysunek 36. Tworzenie wartości dodanej dla akcjonariuszy



Źródło: Duliniec [2007, s. 74].

Jednym z kluczowych determinantów wartości przedsiębiorstwa są czynniki finansowe, do których należy zaliczyć koszt kapitału [Rappaport 1999, s. 148]. Przedsiębiorstwo powinno poszukiwać najtańszego kosztu kapitału [Jensen 2001]. Dotyczy to każdej formy finansowania, także kapitału własnego. Przy ustaleniu kosztów kapitału istotny jest nie tylko nominalny koszt pieniądza, ale także wszystkie konsekwencje związane z wyborem tego, a nie innego sposobu finansowania przedsiębiorstwa. Do takich kosztów można zaliczyć między innymi koszty agencji. Stąd może okazać się, że kapitał nominalnie tańszy będzie de facto droższy z perspektywy wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

W dalszej części pracy podjęto rozważania dotyczące pozafinansowych kosztów i korzyści związanych z pozyskaniem finansowania w procesie upublicznienia przedsiębiorstwa na rynku NewConnect. Czynniki te będą wpływać na konkurencyjność tak pozyskanego kapitału względem innych rozwiązań dostępnych na rynku.

4.1.2. Rynkowy cykl życia przedsiębiorstw

Dostępność, forma i koszt finansowania w dużej mierze zależą od fazy cyklu życia w jakiej znajduje się aktualnie przedsiębiorstwo. Fazy utożsamiają m.in. ryzyko

przypisane do prowadzonej działalności, a także zdolność przedsiębiorstwa do generowania nadwyżek finansowych, co prezentuje tabela numer 52.

Tabela 52 Finansowanie faz cyklu życia przedsiębiorstwa

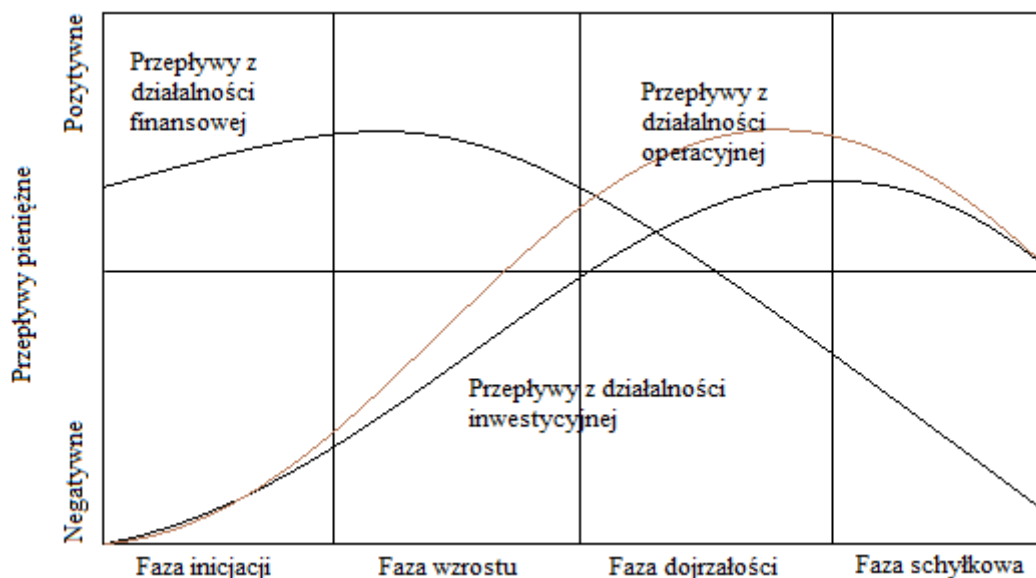
Czynniki analizy/faza cyklu	Powstawanie i początkowy rozwój	Wzrost	Dojrzałość	Schylek
Ryzyko operacyjne	Bardzo wysokie	Wysokie	Średnie/niskie	Niskie
Możliwości rozwojowe (potrzeby inwestycyjne)	Bardzo duże	Duże	Małe/średnie	Brak
Rentowność operacyjna	Ujemna/niska	Rosnąca dodatnia	Wysoka dodatnia	Dodatnia spadkowa
Przepływy pieniężne netto	Ujemne	Dodatnie/ujemne	Wysokie dodatnie	Dodatnie
Źródła finansowania (rodzaje kapitału)	Kapitał własny, venture capital	Kapitał własny, kapitał zamienny	Kapitał obcy, kapitał własny	Kapitał obcy, zwrot kapitału własnego
Ryzyko finansowe	Bardzo niskie	Niskie	Średnie/wysokie	Bardzo wysokie
Wyплаты dywidend	Zerowe	Niskie	Wysokie	Bardzo wysokie
Wskaźnik rynkowy: cena do zysku na jedną akcję	Nie dotyczy	Wysoki	Średni	Niski

Źródło: Duliniec [2007, s. 114].

W całym cyklu życia przedsiębiorstwa można wyznaczyć cztery kluczowe fazy: inicjacji, wzrostu, dojrzałości oraz schyłku działalności. Każdą z tych faz różnią czynniki, takie jak: pozycja konkurencyjna, wielkość przedsiębiorstwa i generowanych przez nie przepływów, rentowność działalności, ryzyko operacyjne czy możliwości inwestycyjne. Rysunek numer 37

przedstawia modelowe przepływy pieniężne generowane przez przedsiębiorstwa w poszczególnych fazach cyklu życia.

Rysunek 37. Fazy rynkowego cyklu życia przedsiębiorstwa



Źródło: Kieso, Weygandt i Warfield [2007].

Fazę inicjacji dzieli się często na dodatkowe trzy fazy. Pierwsza z nich to faza zasiewu (ang. *seed*), która jest okresem planowania koncepcyjnego. Ma na celu wykazać, że projekt jest perspektywiczny i możliwy do realizacji. W trakcie tych prac wykonywane są: badania rynku, rozwój koncepcyjny produktu, budowa zespołu zarządzającego i sformułowanie biznes planu [Arundale 2007, s. 146]. Jeżeli na etapie planowania projekt nie zostanie wykluczony, przechodzi do fazy rozpoczęcia działalności (ang. *start-up*). Ta faza wiąże się z pierwszym istotnym zapotrzebowaniem na kapitał ze strony nowopowstałego przedsiębiorstwa. W tej fazie kończone są prace związane z powstawaniem produktu i pojawiają się pierwsze nakłady marketingowe związane z jego wprowadzeniem na rynek. Dopiero na tym etapie następuje sprzedaż produktu i jego rynkowa weryfikacja. W przypadku pozytywnej rynkowej weryfikacji, produktów przedsiębiorstwo wkracza w fazę wczesnego rozwoju (ang. *early-stage*). To stadium wiąże się z kolejnymi rundami finansowania mającymi na celu wprowadzenie i wypromowanie produktu na szerokim rynku.

W całej fazie inicjacji przedsiębiorstwo nie wykazuje zazwyczaj dodatniej rentowności, a przyrost przychodów jest dynamiczny wskutek efektu niskiej bazy. Możliwości inwestycyjne uzależnione są w dużej mierze od środków, jakimi dysponuje przedsiębiorstwo. Całe przedsięwzięcie charakteryzuje się bardzo wysokim ryzykiem.

Kolejną fazą cyklu życia jest faza wzrostu (ang. *expansion*). Występuje ona po rynkowej weryfikacji produktu. Ryzyko związane z tym aspektem już jest wyeliminowane. Przedsiębiorstwo w dalszym ciągu potrzebuje jednak finansowania dla działań rozwojowych, w tym także dla sfinansowania kapitału obrotowego [Metrick 2007, s. 16]. Na tym etapie przedsiębiorstwo nadal dynamicznie zwiększa swoją wielkość i generowane przychody. Często w tym stadium pojawiają się zyski, które częściowo pozwalają finansować wysokie nakłady inwestycyjne.

Trzecią fazą w cyklu życia przedsiębiorstw jest faza dojrzałości. Przedsiębiorstwa z tej fazy charakteryzują się stabilnym wzrostem i dodatnimi, stale generowanymi przepływami pieniężnymi. W tej fazie problem zapotrzebowania na kapitał nie jest już tak istotny, jak we wcześniejszych fazach, z uwagi na znacznie szerszy dostęp do instrumentów dłużnych, a także ze względu na nadwyżki finansowe generowane przez przedsiębiorstwo.

Ostatnią w cyklu życia przedsiębiorstwa jest faza schyłkowa. Wskutek zmian zachodzących zarówno wewnątrz, jak i na zewnątrz przedsiębiorstwa zostaje ograniczona możliwość jego wzrostu. Stopniowo przedsiębiorstwo odnotowuje spadek przychodów ze sprzedaży, co może być związane z faktem, iż oferowane produkty lub też cała branża znajdują się w fazie schyłkowej. Etap kończy się likwidacją podmiotu lub też gruntowną restrukturyzacją wskutek której przedsiębiorstwo zostaje wprowadzone we wcześniejsze fazy cyklu, wykorzystując zgromadzone dotychczas zasoby.

Każda z faz charakteryzuje się inną strukturą źródeł finansowania, głównie z uwagi na ich dostępność. Kapitał obcy w formie finansowania instrumentami dłużnymi pozwala na finansowanie działalności w późniejszych fazach rozwoju przedsiębiorstwa. Wyjątkiem mogą być pożyczki od rodziny i znajomych, które finansują działalność w pierwszym etapie funkcjonowania firmy. Dlatego też w pierwszych etapach cyklu życia przedsiębiorstw bardzo istotne są kapitały własne. Mogą być pozyskane przez fundusze podwyższonego ryzyka, sieci aniołów biznesu lub rynek publiczny.

Odpowiednio fazom cyklu życia dedykowane są różne rodzaje funduszy podwyższonego ryzyka. Na potrzeby swoich statystyk stowarzyszenie europejskich funduszy podwyższonego ryzyka (*European Private Equity And Venture Capital Association - EVCA*) definiuje je jako: zasiew (*seed*), zapoczątkowanie działalności (*start-up*), późny rozwój (*later stage venture*), wzrost (*growth capital*), kapitał zastępczy (*buyout, rescue/turnaround and replacement capital*)²⁹. W takim samym ujęciu statystyki prowadzi Polskie Stowarzyszenie Inwestorów

²⁹ Szerzej na: <http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail.aspx?id=416>, [dostęp;29.10.2011].

Kapitałowych będące członkiem EVCA. Podobny podział odwzorowujący fazy cyklu życia stosuje stowarzyszenie amerykańskich funduszy podwyższonego ryzyka (*National Venture Capital Association – NVCA*).

W pierwszych fazach – zasiewu i *start-up* kapitał własny może być pozyskany od aniołów biznesu. Z uwagi na specyficzne cechy tej grupy inwestorów, wartość pojedynczych inwestycji ogranicza istotnie możliwości rozwoju kapitałochłonnych przedsięwzięć poprzez finansowanie z tego źródła.

W przypadku rynku publicznego, do momentu powstania alternatywnych systemów obrotu, utrudnione było pozyskanie środków dla sektora MSP. Wymogi dotyczące minimalnej kapitalizacji czy minimalnego *free float* oraz koszty transakcyjne sprawiały, że ten kanał pozyskania kapitału własnego był przeznaczony dla większych przedsiębiorstw działających w późniejszych fazach cyklu życia (faza wzrostu, faza dojrzałości). Sytuację tę zmieniło powstanie rynków alternatywnych, tworzonych i nadzorowanych przez organizatora rynku. Ideą powstawania ASO było zagospodarowanie obszaru finansowania małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju. Te rynki charakteryzowały się bowiem znacznie mniejszymi wymogami stawianymi emitentom.

Problematyka przeprowadzanych w kolejnych rozdziałach rozważań dotyczyć będzie małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju. W tym kontekście jako wczesne fazy rozwoju należy rozumieć fazy od zapoczątkowania działalności (*start-up*) aż do fazy wzrostowej (*expansion; growth capital*).

4.1.3. Cechy i specyfika analizowanych przedsiębiorstw

Przedsiębiorstwa będące w obszarze zainteresowań niniejszych rozważań posiadają specyficzne cechy na tle ogólnej populacji działalności gospodarczych. Są to małe i średnie przedsiębiorstwa, stosunkowo młode, znajdujące się we wczesnych fazach wzrostowych. Skutkiem tego jest wysoka aktywność prowadzonej działalności gospodarczej ze strony właścicieli będących najczęściej pomysłodawcami i założycielami przedsiębiorstwa. Taki stan rzeczy cechuje się niskimi kosztami agencji. Właściciel pełni jednocześnie funkcję menedżera w firmie i to on podejmuje nie tylko kluczowe, strategiczne decyzje, ale wielokrotnie to od niego zależą decyzje na poziomie operacyjnym prowadzonej działalności.

Cechą charakterystyczną takich firm jest relatywnie niskie rozdrobnienie właścicielskie, natomiast bardzo rzadko występuje sytuacja, w której nie ma właściciela większościowego. Często w takich przedsiębiorstwach właściciel kontynuuje od rozpoczęcia działalności

zarządzanie jednoosobowe. Odpowiada za cały proces od zaopatrzenia po sprzedaż. Takie rozwiązanie ma swoje zalety w postaci choćby krótkiego postępowania decyzyjnego, jednakże niesie ze sobą szereg ograniczeń zależnych od czynnika ludzkiego. Z uwagi na niski poziom delegowania zadań, możliwości rozwoju nie są w pełni wykorzystywane, a głównym ograniczeniem jest czas.

Taka formuła działania sprawia, że właściciel pełni także funkcje kontrolne. Funkcje te są wypełniane bardzo skutecznie nie dlatego, że konstytuuje je umowa czy dokument korporacyjny, ale zaangażowanie własnego, prywatnego kapitału. W takim układzie zysk końcowy właściciela zależy od zbudowanej wartości, na którą bardzo duży wpływ ma nie tylko podejmowanie decyzji, ale także kontrolowanie ich wykonania.

Jak pokazują raporty publikowane przez Polską Agencję Rozwoju Przemysłu przedsiębiorstwa z sektora MSP w znaczącej mierze wykorzystują finansowanie kapitałem własnym często korzystając z dotacji i subwencji. Te przedsiębiorstwa charakteryzują się ciągłym zapotrzebowaniem na kapitał związany z wprowadzeniem na rynek nowego produktu lub wprowadzeniem dotychczasowego produktu na nowe rynki. Z uwagi na ograniczone zasoby przedsiębiorstwa muszą ograniczać zarówno rozwój produktowy, jak i rozwój rynkowy.

Z uwagi na wielkość przedsiębiorstwa i fazę, w której się znajduje, w większości przedsiębiorstw analizowanej grupy brakuje efektów skali. Przedsiębiorstwa będą odczuwać takie efekty na późniejszym etapie fazy wzrostowej. Jednakże aby spełnić ten warunek potrzebny jest kapitał na rozwój prowadzonej działalności.

Duża część z analizowanych przedsiębiorstw działa na rozwijających się rynkach, co niesie ze sobą potencjał wysokiej dynamiki sprzedaży produktów i wzrostu wartości tych przedsiębiorstw. Często też wspomniane firmy działają globalnie i elastycznie dostosowują się do zmian na światowych rynkach.

Jedną z kluczowych barier rozwoju analizowanych przedsiębiorstw wydaje się niedostateczna kapitalizacja i trudności w pozyskiwaniu kapitału. Potwierdza to przeprowadzone badanie, w których przedsiębiorstwa wskazują właśnie na ograniczenia kapitałowe jako na czynniki uniemożliwiające im szybki rozwój [Lisowska 2007, s. 63]. Brak kapitału początkowego odczuwa 37%, a brak finansów jest barierą dla 41% właścicieli nowopowstałych firm [Ministerstwo Gospodarki 2008].

W Polsce przedsiębiorstwa z sektora MSP pomimo zmian jakie nastąpiły w ostatnich latach, pozostają nadal mniej innowacyjne od średniej przedsiębiorstw Unii Europejskiej. Dowodzą tego wyniki badania EIS 2009, które wskazują, że mniejszy odsetek

przedsiębiorstw wprowadza innowacje produktowe i usługowe, innowacje marketingowe i organizacyjne oraz innowacje zwiększające efektywność pracy. Pod względem innowacji zwiększających efektywność zużycia materiałów i energii wyprzedzamy średnią unijną, co potwierdzają dane zamieszczone w tabeli numer 53.

Tabela 53. Innowacyjność Polski a innowacyjność Unii Europejskiej – wskaźniki wyjścia

Wyszczególnienie	Wskaźnik dla Polski	Wskaźnik dla UE-27
Przedsiębiorstwa wprowadzające innowacje produktowe i usługowe jako % ogólnej liczby MSP	20,4	33,7
Przedsiębiorstwa wprowadzające innowacje marketingowe i organizacyjne jako % ogólnej liczby MSP	29,1	40,0
Innowatorzy zwiększający efektywność wykorzystania zasobów, średnia z 2 wskaźników:	13,8	18,0
<ul style="list-style-type: none"> • zmniejszone koszty pracy (% przedsiębiorstw) • zmniejszenie zużycia materiałów i energii (% przedsiębiorstw) 	11,6	9,6

Źródło: Pro Inno Europe [2010].

Niski poziom innowacyjności polskiego sektora MSP potwierdza wskaźnik udziału przedsiębiorstw wprowadzających własne innowacje w ogólnej liczbie przedsiębiorstw. Jak pokazują wyniki przedstawione w tabeli numer 54, zaledwie 17,2% firm z sektora MSP pracuje nad własnymi innowacjami w porównaniu do 30% w całej UE.

Tabela 54. Innowacyjność Polski a innowacyjność Unii Europejskiej – wskaźniki wejścia

Wyszczególnienie	Wskaźnik dla Polski	Wskaźnik dla UE-27
Udział (%) MSP wprowadzających własne innowacje w ogólnej liczbie MSP	17,2	30,0
Udział (%) MSP kooperujących w zakresie innowacji w ogólnej liczbie MSP	9,3	9,5

Źródło: Pro Inno Europe [2010].

4.1.4. Definicja luki kapitałowej

Problematyka luki kapitałowej została poruszona po raz pierwszy za sprawą Harolda Macmillana i Johna Maynarda Keynesa, autorów raportu dotyczącego systemu finansowego Wielkiej Brytanii [Cecelak 2010, s. 71-72]. Zauważyli oni, iż przedsiębiorstwa nie mają problemu z pozyskaniem kapitału do wysokości 5 tys. GBP. Na rynku możliwe było również przeprowadzenie ofert publicznych, jednakże ich wartość musiała przewyższać 200 tys. GBP. Zapotrzebowanie na kapitał w przedziale od 5 do 200 tys. GBP nie mogło zostać zaspokojone przez samych przedsiębiorców czy lokalne banki, a jednocześnie było zbyt niskie aby zainteresować rynek publiczny. W tym miejscu należy zaznaczyć, iż luka kapitałowa odnosi się do sytuacji, w której podaż kapitału nie pozwala na zaspokojenie zgłaszanego popytu [Gualandri 2008].

Zjawisko luki kapitałowej występuje zarówno na rynkach rozwiniętych, jak i wschodzących. Powodów takiego stanu rzeczy jest kilka. W przypadku inwestycji o niskich wartościach relatywnie wysokie są koszty transakcyjne [Venturelli 2008]. Nakład czasu i pracy niezbędny w procesie poszukiwania projektów inwestycyjnych, ich oceny oraz przygotowania zasilenia kapitałowego jest podobny dla projektów o wartości rzędu kilkuset tysięcy złotych czy od kilku do kilkunastu milionów złotych. Podobnie z kosztami nadzoru i monitoringu oraz kosztami wyjścia kapitałowego.

Poza kosztami transakcyjnymi istotna jest relacja między ryzykiem a potencjalnym zyskiem. W przypadku małych przedsiębiorstw rozpoczynających działalność ryzyko niepowodzenia i negatywnej weryfikacji rynkowej produktów i przedsiębiorstwa jest znacznie wyższe. Kluczowym aktywem w takich przedsiębiorstwach jest kadra zarządzająca, jej doświadczenie, wiedza, kreatywność i pomysł na realizację przedsięwzięcia. Dodatkowo brakuje zabezpieczenia dla finansującego przez ograniczony majątek. Często jedynym istotnym majątkiem trwałym jest prywatny majątek właściciela. Powyższe cechy sprawiają, że inwestycje tego typu są bardzo ryzykowne. W procesie oceny samego pomysłu, jak i jego perspektyw rozwoju częściej może wystąpić stan niepewności aniżeli ryzyka.

W Polsce zjawisko luki kapitałowej pojawiło się na początku lat 90. XX-ego wieku wraz z przemianami polityczno-gospodarczymi. Popyt przewyższający podaż na większość dóbr i usług był motorem w zakresie zwiększania mocy wytwórczych w rodzimych przedsiębiorstwach. Firmy odczuwały istotne ograniczenie rozwoju nie w postaci braku popytu na wytwarzane dobra, ale właśnie z uwagi na brak kapitału umożliwiającego rozwój.

W warunkach polskich zjawisko luki kapitałowej dodatkowo wzmagane jest przez systemy dotacji i subwencji w ramach programów realizowanych przez Unię Europejską [Pyka 2008, s. 81]. Mają one na celu skłonienie przedsiębiorstw do realizacji określonych działań gospodarczych często w obszarach, które bez takich dotacji nie byłyby atrakcyjne z perspektywy relacji zysk do ryzyka. Takie programy pomocowe wymagają od przedsiębiorstw udziału kapitału własnego. Co więcej, sposób rozliczenia pomiędzy beneficjentem a instytucją udzielającą wsparcia wymaga od tego pierwszego pokrycia nakładów na projekt, a dopiero w późniejszym terminie zapewnia uzyskanie wsparcia poprzez refundację wydatków. Oba te czynniki sprawiają, że problem luki kapitałowej wśród małych i średnich przedsiębiorstw zyskuje na znaczeniu w dzisiejszych czasach.

Jeszcze jedną istotną cechą charakterystyczną analizowanych przedsiębiorstw jest relatywnie wysoka zmienność generowanych przepływów pieniężnych, co determinuje wysoki udział długoterminowego finansowania w strukturze pasywów przedsiębiorstwa. Powiązanie tego czynnika z przedsiębiorstwem bez aktywów mogących stanowić zabezpieczenie dla wierzycieli oraz historii kredytowej, sprawia, że jedyną formą pozyskania takiego kapitału jest kapitał własny, tj. utworzenie nowych udziałów lub emisja akcji.

HM Treasury w badaniach z grudnia 2003 roku wskazało, iż na rynku istnieje luka kapitałowa na finansowanie kapitału własnego między 250 tys. GBP a 1 milionem GBP [HM Treasury 2003]. Przeprowadzone badanie na zlecenie ministerstwa *Business Innovation & Skills* w 2009 roku potwierdziło wcześniejsze wyniki wskazując, iż zakres luki może sięgać nawet do 5 milionów GBP, a w przypadku sektorów charakteryzujących się wysokimi nakładami kapitałowymi, nawet do 15 milionów GBP [SQW 2009].

Powstaje zatem pytanie, jakie są instrumenty i narzędzia eliminujące lub zmniejszające negatywne oddziaływanie zjawiska luki kapitałowej na przedsiębiorstwa z osobna i na całą gospodarkę? Luka kapitałowa między kapitałem posiadanym przez przedsiębiorców powiększonym o kapitał pozyskany od najbliższych a kapitałem możliwym do pozyskania z rynku publicznego może być zaspokojona przez:

- a) fundusze pożyczkowe;
- b) aniołów biznesu;
- c) fundusze podwyższonego ryzyka (*Venture Capital/Private Equity*).

Wartość pojedynczych inwestycji funduszy pożyczkowych nie przekracza kilkudziesięciu tysięcy złotych [Matusiak i Mażewska 2004]. Instrumenty te dedykowane są przedsiębiorstwom działającym i chcącym działać na niewielką skalę. W efekcie instrument

nie do końca wpisuje się w finansowanie zdefiniowanej wcześniej luki kapitałowej. Aniołowie biznesu średnio inwestują w jedno przedsiębiorstwo od kilkudziesięciu do kilkuset tysięcy złotych [Mikołajczyk i Krawczyk 2006, s. 53-61]. Potwierdzają to badania Harrison i Mason [1996, s. 12-13] oraz statystyki prowadzone przez Europejską Sieć Aniołów Biznesu (ang. *European Business Angels Network - EBAN*)³⁰. Średnia wielkość transakcji funduszy podwyższonego ryzyka w Polsce w 2010 roku wyniosła ponad 10 mln EUR wobec 16,5 mln EUR rok wcześniej [EVCA 2011]. W 2011 roku średnia wartość oferty nowych akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie wyniosła ponad 60 mln zł w porównaniu do 50 mln zł w 2010 roku. Powyższe wskazuje, że na rynku finansowania podwyższonego ryzyka może istnieć luka kapitałowa pomiędzy aniołami biznesu a funduszami VC. W raporcie przygotowanym na zlecenie Departamentu Instrumentów Wsparcia Ministerstwa Gospodarki wskazuje się na lukę kapitałową w zakresie od 0,1-2 mln złotych do 8-10 mln zł [Tamowicz 2007]. Podobne wnioski płyną z analizy rynku w Europie, gdzie luka występuje w przedziale od 100 tys. EUR do 2 mln EUR [Mathonet i Meyer 2009, s. 27].

Począwszy od 30 sierpnia 2007 roku miejscem alokacji kapitału podwyższonego ryzyka jest Alternatywny System Obrotu – rynek NewConnect. Choć rynek ten nie ma sztywno określonych przedziałów emisji, dotychczasowa historia pokazuje, że rynek ten oferuje przedsiębiorstwom możliwość pozyskania finansowania o wartości kilku milionów zł.

Średnia wartość nowych akcji emitowanych w ramach oferty publicznej lub prywatnej wyniosła w analizowanym okresie około 3,2 mln zł. Jednak najczęściej oferty nowych akcji wynosiły 1,3 mln zł, co świadczy o prawoskośnym rozkładzie wartości ofert na rynku NewConnect.

Tabela 55. Średnia wielkość nowych emisji akcji poprzedzających debiut na rynku NewConnect (w tys. zł)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Średnia wielkość nowych emisji	6 059,5	2 893,5	2 012,9	2 320,7	3 156,9

Źródło: Opracowanie własne.

Dzięki pośredniczeniu w pozyskiwaniu kapitału na rozwój przedsiębiorstw, ASO pozwala minimalizować lukę kapitałową na rynku. W przypadku NewConnect, w analizowanym okresie, spółki z sukcesem przeprowadzały oferty o wartości od kilkuset

³⁰ Szerzej na: www.eban.org.

tysięcy złotych do ponad 20 milionów PLN. Analiza przeprowadzonych dotychczas ofert wskazuje zatem, iż alternatywny rynek w pełni zagospodarował lukę kapitałową.

4.1.5. Geneza kapitału wysokiego ryzyka

Zapotrzebowanie na kapitał wysokiego ryzyka jest nieodłącznym elementem prowadzenia działalności gospodarczej. Zamożne osoby wspierały przedsiębiorców i ich przedsięwzięcia, partycypując w zyskach i ryzyku działalności gospodarczych. Strona finansująca na podstawie własnego doświadczenia i subiektywnej oceny weryfikowała perspektywy planowanej działalności, decydując o przeprowadzeniu inwestycji [Stradomski i Zawadka 2012]. Jednym z przykładów funkcjonowania rynku kapitału wysokiego ryzyka była wyprawa Krzysztofa Kolumba. Poszukując kapitału Kolumb trafił do królowej Hiszpanii Izabeli i króla Ferdynanda, w których odnalazł aktywnych inwestorów, zapewniających zarówno finansowanie, jak i pomoc w organizacji i zarządzaniu oraz rekrutacji załogi [Mathonet i Meyer 2009, s. 3]. Sam pomysłodawca gwarantowany miał udział w zysku z wyprawy.

Istotny wpływ na strukturyzację rynku kapitału podwyższonego ryzyka miał rozwój rodzinnych fortun Carnegie'go, Mellon'a czy Rockefeller'a. W XVIII wieku dynamiczny rozwój przedsiębiorstw w branżach przemysłowej, bankowej i surowcowej umożliwił im udział w nowych ryzykownych przedsięwzięciach. Dla tych rodów tworzenie nieformalnych funduszy podwyższonego ryzyka było naturalną ewolucją działalności gospodarczej [Arundale 2007, s. 5].

Lata czterdzieste XX-ego wieku stanowiły ukonstytuowanie instytucji *Venture Capital* i ich roli w praktyce gospodarczej. Za początek koncepcji *Venture Capital* uznaje się założoną przez profesora Harvardu Georges Doriot w 1946 roku American Research and Development (ARD) [Bottazzi 2002]. Współzałożycielami tej instytucji byli także: prezydent Massachusetts Institute of Technology - Karl Compton, prezes Massachusetts Investors Trusts Merrill Griswold oraz przewodniczący Federalnego Banku Rezerw w Bostonie – Ralph Flanders. ARD jako cel stawiała sobie komercjalizację prac badawczych związanych z rozwojem technologicznym [Kornasiewicz 2004, s. 76]. Równoległe w Wielkiej Brytanii, w związku z zaleceniami wynikającymi z raportu MacMilliana, utworzono Industria and Commercial Finance Corporation (aktualnie fundusz 3i). Założycielami był Bank Anglii oraz pięć banków komercyjnych [Cecelak 2010, s. 72]. Na rynek inwestycji podwyższonego

ryzyka zaczął napływać stopniowo kapitał z: banków, towarzystw emerytalnych, funduszy ubezpieczeniowych oraz ze strony zamożnych indywidualnych inwestorów.

Istotnym krokiem w popularyzacji dostępu do rynku podwyższonego ryzyka było utworzenie mniejszych rynków dedykowanych małym przedsiębiorstwom (ang. *secondary market*). W Europie poprzez uruchomienie ASO zmobilizowano i zwiększono udział inwestorów indywidualnych na rynku podwyższonego ryzyka, co mogło mieć istotny wpływ na ograniczenie i niwelację luki kapitałowej.

4.1.6. Kolejność źródeł finansowania a kapitał wysokiego ryzyka

Problematyka optymalnej struktury finansowania przedsiębiorstwa jest jednym z kluczowych obszarów zainteresowań dziedziny finansów przedsiębiorstw. Pozytywnie zweryfikowana teoria kolejności źródeł finansowania (ang. *pecking order*) wyjaśniająca wskazaną tematykę, wydaje się nie pasować do wszystkich przypadków i każdych warunków [Fama i French 2002b]. Jednym ze specyficznych przypadków jest struktura finansowania małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnej fazie cyklu życia.

Zgodnie z przedmiotową teorią, w warunkach niewystępowania asymetrii informacyjnej, przedsiębiorstwa przedkładają finansowanie wewnętrznymi środkami (wypracowany zysk) nad finansowanie kapitałem pozyskiwanym z zewnątrz organizacji oraz preferują dług od finansowania kapitałem własnym w przypadku, gdy pozyskanie kapitału wiąże się z emitowaniem instrumentów finansowych [Myers 2001].

Czynnikami zaburzającymi hierarchię źródeł finansowania mogą być ograniczone możliwości w pozyskiwaniu kapitału w ramach poszczególnych źródeł finansowania (strona podażowa), czy też awersja do rozwodnienia udziałów i kontroli w przedsiębiorstwie (strona popytowa) [Kubiak 2010, s. 45].

Z uwagi na niedoskonałości rynkowe, preferencje w zakresie finansowania działalności mogą odbiegać od wskazanego porządku. Myers i Majluf [1984] wykazali, że w otoczeniu o wysokiej asymetrii informacyjnej zarządzający przewartościowanym przedsiębiorstwem preferują finansowanie poprzez emisję akcji, podczas gdy firmy niedowartościowane wybierają finansowanie wypracowaną gotówką. Inna hierarchia źródeł finansowania może wynikać ze specyfiki analizowanych przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa we wczesnej fazie cyklu życia z definicji charakteryzują się zapotrzebowaniem na kapitał i często negatywnymi przepływami pieniężnymi. Niesie to istotne implikacje dla inwestorów na rynkach alternatywnych. Z uwagi na wczesną fazę cyklu życia oraz wysoki poziom asymetrii

informacyjnej, mogą oni nie być w stanie prawidłowo ocenić wartości aktywów przedsiębiorstwa, z których istotną część stanowią wartości niematerialne i prawne. Mają także trudność z oszacowaniem przyszłych korzyści i przepływów pieniężnych, jakie potencjalnie będzie generować spółka. Prowadzi to do nieefektywnych wycen, a w konsekwencji może sprawić, iż przedsiębiorstwa będą preferowały finansowanie kapitałem pozyskanym w drodze emisji nowych akcji.

Wśród decyzji wpływających na strukturę finansowania w literaturze wymienia się konserwatyzm menedżerów, zyskowność spółki, tempo wzrostu przedsiębiorstwa, wysokość podatku dochodowego, rodzaj aktywów, ryzyko płynności finansowej, możliwość zaciągania długu i kontrolę nad spółką [Gajdka i Walińska 2000, s. 255-259]. Z uwagi na różnice powyższych cech w podmiotach małych i średnich w stosunku do przedsiębiorstw dużych, można przypuszczać, iż struktura ich finansowania może być nieco odmienna.

Badania teorii hierarchii finansowania na próbie małych przedsiębiorstw dokonał Cole [2008], który pozytywnie zweryfikował stawiane przez nią hipotezy. Podobne wyniki uzyskał Sogorb, który dodatkowo wykazał, że przedsiębiorstwa z sektora MSP w dużej mierze finansują się źródłami wewnętrznymi (zysk zatrzymany), niechętnie korzystając z finansowania z zewnątrz [Sogorb-Mira 2001]. Hogan i Hutson [2005] wykazali, że teoria *pecking order* potwierdza się nawet w przypadku start-up'ów.

Przedsiębiorstwa charakteryzujące się wysoką możliwością wzrostu wykorzystują finansowanie zewnętrzne na wyższym poziomie, a w mniejszym stopniu korzystają z finansowania wewnętrznego, przy czym ich właściciele chętniej oddają kontrolę nad przedsiębiorstwem, aniżeli w przypadku firm bez takich opcji wzrostu [Bhaird i Lucey 2006]. Potwierdzają to badania Cressy i Olofsson [1997], którzy wykazali, że firmy te nie posiadają wewnętrznego finansowania pozwalającego na realizację ich potrzeb inwestycyjnych.

Inną przyczyną niefinansowania długiem analizowanych podmiotów może być brak aktywów trwałych mogących stanowić zabezpieczenie. Te firmy oparte są w dużej mierze o *know-how* i wartości niematerialne. Jak wskazują badania przeprowadzone na próbie polskich przedsiębiorstw, poziom zadłużenia jest dodatnio skorelowany z wartością aktywów trwałych przedsiębiorstwa [Klapper, Sarria-Allende i Zaidi 2006].

4.2. Rynek kapitału podwyższonego ryzyka

Ograniczenia w wykorzystaniu wybranych form finansowania potwierdzają badania przeprowadzone przez A. Białkowską-Guzyńską [2002]. Jedyne źródła finansowania, które

mogą zostać wykorzystane w przypadku małych i średnich firm w fazie koncepcji i rozwoju, stanowią wkłady wspólników, pożyczki od rodziny i znajomych oraz kapitał pozyskany od wyspecjalizowanych funduszy typu *Venture Capital*.

Tabela 56. Dostępność źródeł finansowania małych przedsiębiorstw we wczesnych fazach cyklu życia

Źródło finansowania	Dostępność
Samofinansowanie	Niedostępne
Wkłady wspólników	Łatwo dostępne
Venture Capital	Trudno dostępne
Kredyty bankowe	Niedostępne
Poręczenia kredytowe	Niedostępne
Leasing	Niedostępne
Fundusze pomocowe	Niedostępne
Kredyt kupiecki	Niedostępne
Faktoring	Niedostępne
Pożyczki sektora pozabankowego	Niedostępne
Pożyczki od rodziny i znajomych	Łatwo dostępne

Źródło: Skowronek-Mielczarek [2003, s. 40].

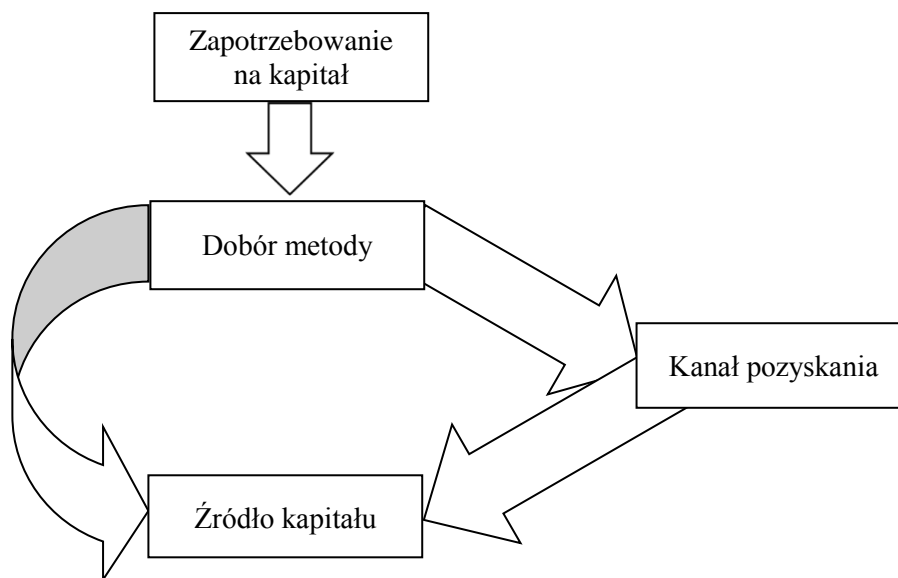
W tabeli numer 56 przedstawiono dostępność źródeł finansowania małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnych fazach cyklu życia. Należy zwrócić uwagę, iż kredyty bankowe, fundusze pomocowe oraz pożyczki z sektora pozabankowego nie zawsze są niedostępne w omawianych przypadkach. Finansowanie kapitałem obcym w znacznie większym stopniu determinowane jest przez możliwe zabezpieczenia kredytów lub pożyczek niż wielkością przedsiębiorstw. Można także wskazać fundusze pomocowe, których kryteria nie tylko nie wykluczają, ale i preferują przedsiębiorstwa z sektora MSP, o krótkiej historii działalności.

Gamę tych źródeł finansowania mogą uzupełniać instytucje udzielające mikrokredytów, z których aż 91% udzieliło ich nowoutworzonym przedsiębiorstwom (*start-up*) a 38% wspiera fazę przygotowania do prowadzenia działalności (*seed*) [Underwood 2006]. Problemem, który ogranicza tę formę finansowania do bardzo wąskiego grona odbiorców, jest wielkość pożyczki, który zgodnie ze standardami Komisji Europejskiej definiowana jest jako nieprzekraczająca kwoty 25 000 EUR [Mikołajczyk 2008, s. 192].

4.2.1. Alternatywny względem ASO kapitał podwyższonego ryzyka

Finansowanie, jakiego poszukują badane przedsiębiorstwa, jest specyficzne. Potrzeba pozyskania kapitału nie może być zaspokojona poprzez kredyt bankowy, co zdeterminowane jest zarówno poprzez cykl życia przedsiębiorstw, jak i cykl życia produktów. Luka kapitałowa w małych i średnich przedsiębiorstwach we wczesnych fazach rozwoju może być sfinansowana na dwa sposoby. Przedsiębiorstwa mogą bezpośrednio docierać do źródeł kapitału lub pośrednio poprzez dostępne kanały, jak zobrazowano to na rysunku numer 38.

Rysunek 38. Metody pozyskiwania kapitału



Źródło: Opracowanie własne.

Wśród kanałów umożliwiających dotarcie do kapitału można wymienić przede wszystkim doradców (np. firmy inwestycyjne, firmy konsultingowe) oraz alternatywne systemy obrotu³¹.

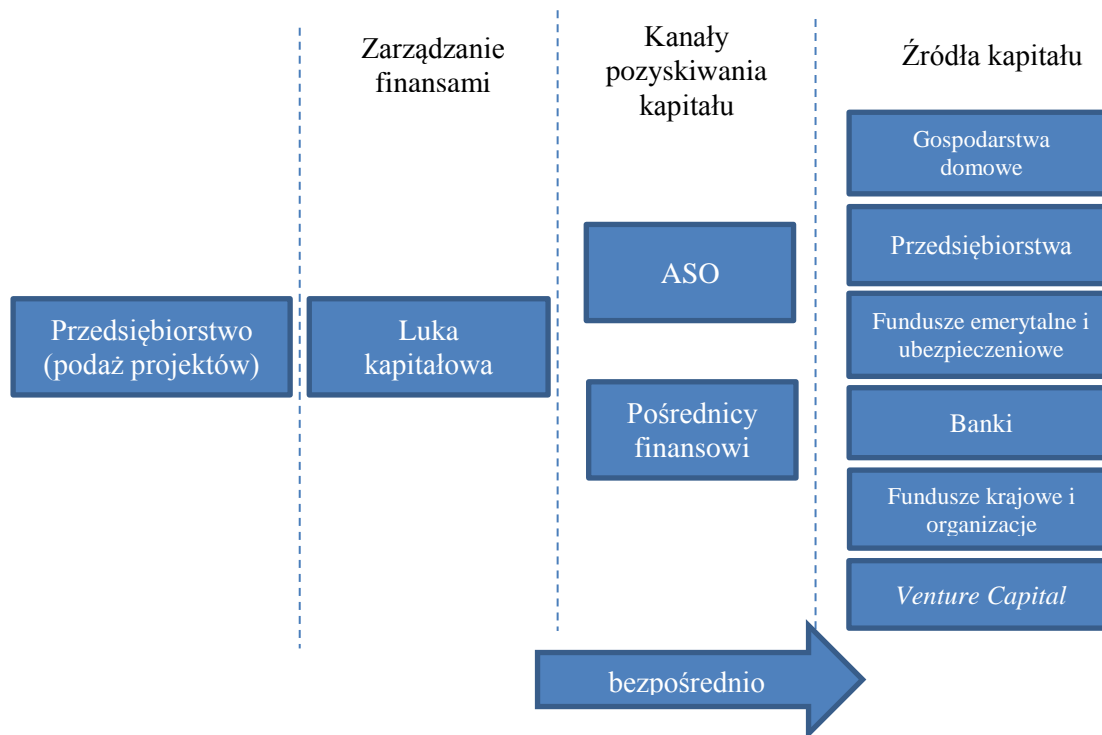
Z uwagi na odmienną strukturę i cechy inwestorów, możliwa jest sytuacja, w której koszt kapitału pozyskany bezpośrednio od inwestora może okazać się droższy od kosztów pozyskiwanych poprzez inne dostępne kanały. Może to być wynikiem odmiennych podejść, wycen przedsiębiorstw oraz oceny ryzyka przez inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. W oparciu o te same informacje mogą oni inaczej określić wartość przedsiębiorstwa, co implikować będzie różne koszty kapitału.

Na rysunku numer 39 przedstawiono lukę kapitałową w kontekście zarządzania przedsiębiorstwem oraz źródła jej finansowania poprzez wybrane kanały. Niezależnie od

³¹ Wraz z całą architekturą, w tym w szczególności certyfikowanymi doradcami.

źródła kapitału, którym mogą być m.in. gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa, fundusze, banki oraz *Venture Capital*, może ono być pozyskane bezpośrednio lub pośrednio.

Rysunek 39. Luka kapitałowa w przedsiębiorstwie oraz jej finansowanie



Źródło: Opracowanie własne.

W dalszej części rozdziału zaprezentowano najpopularniejsze źródła kapitału wysokiego ryzyka. W rozdziale 4.3. skupiono się na rozważaniach nad atrakcyjnością kapitału pozyskanego poprzez ASO względem kapitału pozyskanego od funduszy podwyższonego ryzyka.

4.2.1.1. Instytucje Aniołów Biznesu

Aniołowie biznesu (ang. *business angels*) pełnią bardzo istotną funkcję na rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Inwestują z reguły kapitał we wcześniejszych etapach aniżeli fundusze *Venture Capital* [Krawczyk i Mikołajczyk 2007, s. 32-33]. Prowadzą inwestycje w obszarze, który nie jest atrakcyjny dla inwestorów instytucjonalnych, z uwagi na relatywnie wysokie koszty transakcyjne przy niskim zaangażowaniu kapitałowym, a co się z tym wiąże niskim nominalnym zwrocie z inwestycji.

Aniołów biznesu zalicza się, w przeciwieństwie do funduszy *Venture Capital*, do nieformalnych inwestorów [Węclawski 2002, s. 296]. Wartość pojedynczych inwestycji może mieścić się w przedziale od 100 do 500 tys. USD [Preston 2004, s. 8].

Zgodnie z definicją Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości, aniołów biznesu można określić jako „osoby fizyczne lub grupy osób prowadzące regularną działalność inwestycyjną podwyższonego ryzyka, które inwestują kapitał własny w przedsiębiorstwa nienotowane na giełdzie” [PARP 2006].

Aniołowie biznesu inwestujący w Europie średnio oczekują stopy zwrotu na poziomie od 15 do 25% w skali roku [Krawczyk i Mikołajczyk 2007, s. 73]. Polscy aniołowie biznesu oczekują znacznie wyższych stóp zwrotu sięgających nawet 40% w skali roku [Pietrzak 2005]. Badania wskazują jednak, że są często skłonni zaakceptować niższe stopy zwrotu pod warunkiem, że realizacja inwestycji przynosić będzie także inne, pozaekonomiczne korzyści [Kuipers 2002].

Podstawową cechą odróżniającą aniołów biznesu od indywidualnych inwestorów na rynkach alternatywnych jest aktywny udział i zaangażowanie w działalność przedsiębiorstwa. Wsparcie obejmuje: pełnienie funkcji nadzorczych, pomoc w przygotowaniu i monitoring strategii rozwoju, wykorzystanie kontaktów biznesowych i pomoc w poszukiwaniu kapitału na dalszy rozwój. Na ASO inwestorzy indywidualni są inwestorami pasywnymi bez wpływu na działalność emitenta i posiadającymi ograniczoną kontrolę nad nim. Nie wyklucza to możliwości uczestniczenia aniołów biznesu w ofertach poprzedzających debiut na rynku alternatywnym. Podobnie jak w przypadku *Venture Capital*, aniołowie biznesu mogą czerpać korzyści z aktywnego wykorzystywania alternatywnych rynków w ramach prowadzonej przez siebie działalności.

4.2.1.2. Fundusze podwyższonego ryzyka *Venture Capital*

W literaturze przedmiotu różnie definiuje się pojęcie *venture capital* [Kornasiewicz 2004, s. 17-25]. Zgodnie z definicją Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych³² jako *venture capital* rozumie się „jedną z odmian *private equity*, (...) inwestycje dokonywane we wczesnych stadiach rozwoju przedsiębiorstw, służące uruchomieniu danej spółki lub jej ekspansji”. Takie podejście stosowane jest w literaturze przedmiotu [Przybylska-Kapuścińska i Mozalewski 2011, s. 40-41]. Z uwagi na charakter rozpatrywanych przedsiębiorstw (małe i średnie przedsiębiorstwa we wczesnej fazie cyklu życia) autor posługuje się będzie pojęciem *venture capital* lub skrótem VC. W przypadku, gdy omawiane zagadnienia odnoszą się będą do szerokiego rynku *private equity* dopuszcza się stosowanie skrótu VC/PE. Jest to spójne z europejskim rozumieniem zagadnienia *venture capital* [Świdorska 2008, s. 40].

³² Szerzej na: http://www.ppea.org.pl/new/cotojest_pe-vc.php.

Węclawski *venture capital* definiuje jako „kapitał własny wnoszony na ograniczony okres przez inwestorów zewnętrznych do małych i średnich przedsiębiorstw dysponujących innowacyjnym produktem, metodą produkcji bądź usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek, a więc stwarzają wysokie ryzyko niepowodzenia inwestycji, ale jednocześnie w przypadku sukcesu przedsięwzięcia, wspomaganego w zarządzaniu przez inwestorów, zapewniają znaczący przyrost wartości zainwestowanego kapitału, które jest realizowany przez sprzedaż udziałów” [Węclawski 1997, s. 17].

Większość funduszy *Venture Capital* zawiązywana jest na z góry określony czas. W tym czasie zadaniem VC jest: pozyskanie środków od inwestorów, selekcja przedsiębiorstw i przeprowadzanie inwestycji, sprawowanie nadzoru właścicielskiego i wyjście z inwestycji celem zwrotu pierwotnym inwestorom powierzonych środków [Wrzeński 2004, s. 31-32]. Zdaniem Bartlett [2009] *venture capital* to finansowanie przedsięwzięć, które charakteryzują się m.in. innowacyjnością (produktową, procesową marketingową lub organizacyjną) oraz udziałem dawców kapitału w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Poza kapitałem VC może przynosić przedsiębiorstwom inne korzyści. Wśród nich można wymienić [Sobańska i Sieradzian 2004, s. 18]:

- wykorzystanie sieci kontaktów biznesowych,
- pomoc w zakresie opracowania i kontroli strategii rozwoju spółki,
- wsparcie w zakresie zarządzania,
- podniesienie kultury organizacyjnej spółki,
- wsparcie rekrutacji profesjonalnego zespołu menedżerów,
- wzrost zaufania do przedsiębiorstwa mogący mieć wpływ na dalsze pozyskanie kapitału w formie długu.

Helman i Puri [2000] wykazali, że VC pomagają przedsiębiorstwom szybciej wprowadzić produkt na rynek oraz wzmacniają motywację kadry zarządzającej wprowadzając finansowe zachęty. Ponadto udział VC wpływa na wzrost produktywności przedsiębiorstwa [Chemmanur, Krishnan i Nandy 2008].

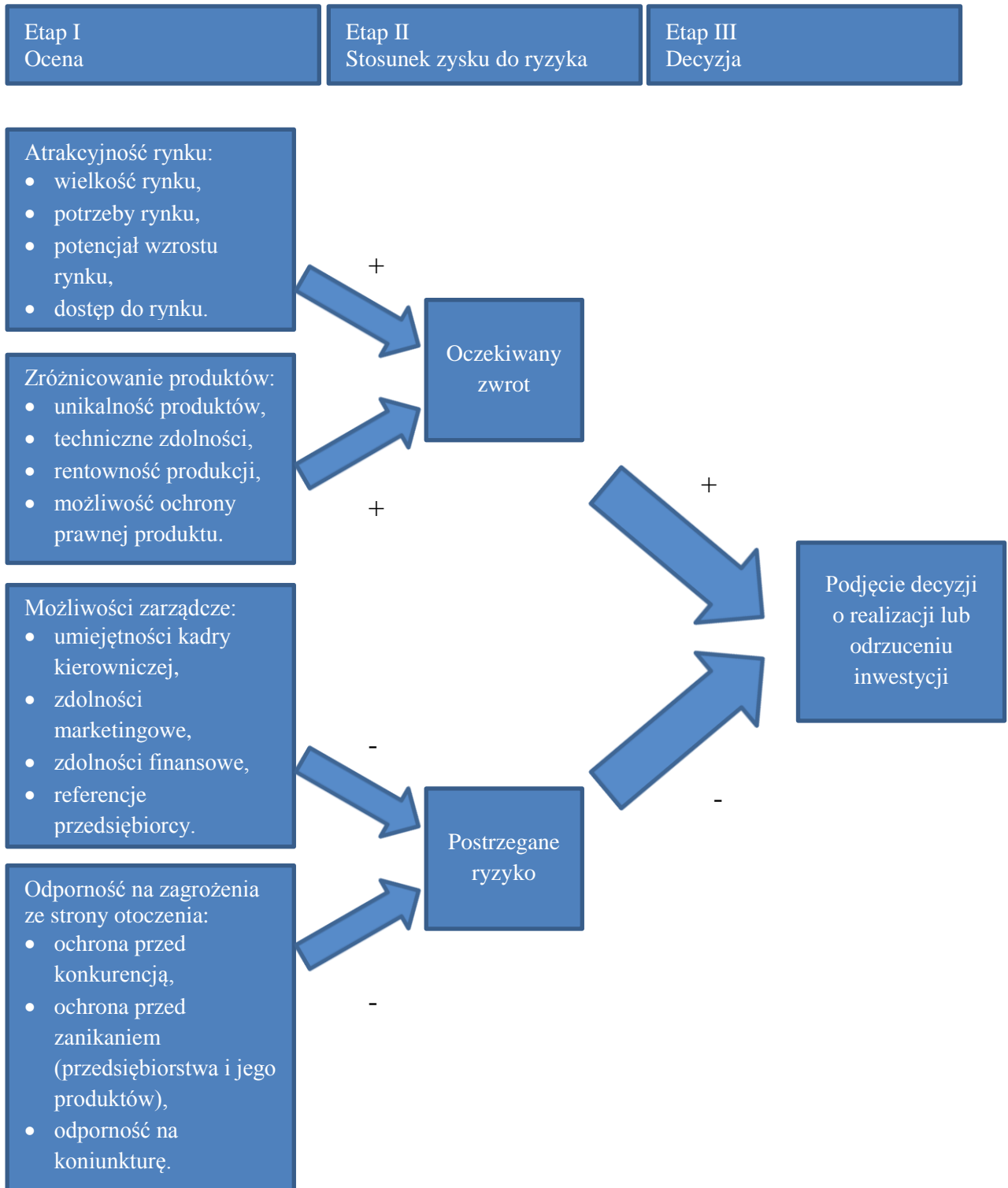
Zaangażowanie VC w finansowanie przedsiębiorstwa może mieć także wady. Do takich zalicza się:

- ingerencje w zarządzanie ze strony podmiotu finansującego,
- decyzje wykraczające poza zwykły zarząd mogą wymagać zgody inwestora,
- następuje formalizacja procesów w przedsiębiorstwie,

- zakładana przez fundusz dezinwestycja po okresie 5-7 lat,
- klauzule i zapisy umowne wynikające z umowy inwestycyjnej.

Istotną cechą odróżniającą zasilenie kapitałowe VC od pozyskania kapitału z rynku publicznego (także w ramach ofert prywatnych poprzedzających debiut na rynku alternatywnym), poza aktywnym nadzorem i udziałem w przedsiębiorstwie, jest proces ewaluacji i oceny potencjalnych obiektów inwestycji. VC dokonują dokładniejszych ocen, dysponując znacznie szerszymi informacjami także dzięki możliwości przeprowadzenia *due diligence*. Proces ten przedstawia rysunek numer 40.

Rysunek 40. Proces podejmowania decyzji inwestycyjnych przez Venture Capital



Źródło: Tyebjee i Bruno [1984].

W teorii fundusze podwyższonego ryzyka powinny konkurować z ASO o potencjalne spółki portfelowe (ang. *deal flow*). Jak wykazano w rozdziale 3.2., obie instytucje mogą czerpać wiele korzyści z wzajemnej współpracy. Potwierdza to fakt, że istotną rolę w tworzeniu platform obrotu dla małych i średnich przedsiębiorstw odegrało stowarzyszenie

europejskich funduszy VC. EVCA brała czynny udział w tworzeniu i kształtowaniu Easdaq (poprzednika Nasdaq Alternext) [Abbanat 2004, s. 2-3].

Analiza wielkości pozyskiwanych przez przedsiębiorstwa środków wskazuje, iż w praktyce obie instytucje nie rywalizują o tych samych klientów. Z uwagi na wysokie koszty *Venture Capital* preferują wejścia kapitałowe, których wartość przewyższa średnie oferty na rynku alternatywnym³³.

4.3. Wybór metody pozyskania kapitału podwyższonego ryzyka

Trzecia z kluczowych grup interesariuszy ASO – emitenci poszukujący finansowania dążą do pozyskania go jak najniższym kosztem. Przy czym koszt ten należy rozumieć znacznie szerzej aniżeli tylko w kontekście kosztów finansowych. W rozdziale tym podjęto próbę oceny atrakcyjności finansowania działalności przedsiębiorstw poprzez kapitał pozyskany w ramach ASO na tle alternatywnej metody jego pozyskania (bezpośrednio od VC).

4.3.1. Przesłanki upublicznienia firmy i finansowania poprzez alternatywne systemy obrotu

Analizę atrakcyjności finansowania działalności przedsiębiorstw z wykorzystaniem alternatywnych rynków należy rozpocząć od identyfikacji przesłanek mogących odgrywać istotną rolę w procesie decyzyjnym przedsiębiorstw. Rozdział zawiera rozważania teoretyczne nad motywami kierującymi zarządzającymi przedsiębiorstwami, a w dalszej części prezentuje wyniki badań przeprowadzonych w tym zakresie na największym europejskim ASO.

Badania wykazują, że przedsiębiorstwa decydują się na przeprowadzenie sprzedaży akcji nowych emisji oraz upublicznienie z kilku powodów. Pagano, Panetta i Zingales [1998] wskazują, że taka strategia pozwala zniwelować ograniczenia finansowania obcego. Twierdzą oni, iż pozyskanie kapitału w drodze na giełdę jest bardziej prawdopodobne w przypadku firm o wysokim zadłużeniu i charakteryzujących się wysokimi nakładami inwestycyjnymi. Rajan [1992] wykazał, że IPO poprawia pozycję negocjacyjną emitenta w kontaktach z bankami. Ich zdaniem debiut giełdowy jest bardziej prawdopodobny w przypadku firm płacących

³³ Wyjątek mogą stanowić fundusze wspierane przez pomoc publiczną, np. w ramach Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka lub tworzone w ramach projektu Krajowego Funduszu Kapitałowego. Potwierdza to jednak tezę, iż w tym segmencie komercyjna działalność *Venture Capital* nie jest opłacalna i wymaga wsparcia np. poprzez dotacje.

relatywnie wysokie odsetki od kapitału obcego i wpływa na ich zmniejszenie. Holstrom i Tirole [1993], a także Pagano i Roell [1998] upatrują w decyzji dotyczącej IPO chęci wykorzystania rynku jako narzędzia kontrolnego. Ich zdaniem kapitał z rynków publicznych pozyskują firmy o wysokich nakładach inwestycyjnych, by następnie wykorzystać instrumenty oparte o rynkową wycenę akcji do motywacji kadry zarządzającej. Zingales [1995] wskazuje z kolei na IPO jako na optymalizację przekazania kontroli. W swoich badaniach dowiódł on, że firmy publiczne znacznie częściej przejmowane są niż przedsiębiorstwa niepubliczne. W literaturze wskazuje się na wykorzystywanie nieprawidłowych wycen rynku jako motyw przeprowadzania IPO [Ritter 1991]. Ritter wykazał, iż firmy w momencie debiutu mają znacząco wyższy wskaźnik kapitalizacji (iloczyn liczby akcji i ceny jednostkowej akcji) do wartości kapitałów własnych, w porównaniu do firm z tego samego sektora.

Pagano wśród motywów kierujących spółki na rynek publiczny wskazuje na cele właścicieli. W swoich badaniach wykazał, że na giełdę trafiają częściej ryzykowne przedsiębiorstwa. Ich dotychczasowi właściciele realizują w ten sposób dywersyfikację swojego portfela, angażując w finansowanie posiadanych spółek kapitał z zewnątrz [Pagano 1993].

W przypadku alternatywnego rynku pierwotnego popyt i podaż na kapitał podwyższonego ryzyka koncentruje się wokół Autoryzowanych Doradców, którzy pod nadzorem organizatora rynku przeprowadzają transakcję Pre-IPO. Ritter pozyskiwanie kapitału z ASO nazywa publicznym rynkiem venture (ang. *public market venture*) i wskazuje na jego konkurencyjność względem VC [Vismara, Paleari i Ritter 2012].

Jednym z najistotniejszych parametrów w ocenie atrakcyjności finansowania jest wycena przedsiębiorstwa przez inwestora lub inwestorów. Ta wycena determinuje oczekiwany koszt kapitału. Koszt w dużej mierze zależy od kosztu alternatywnego. Różnice w wycenie przedsiębiorstw sporządzanych przez VC oraz inwestorów biorących udział w ofertach prywatnych poprzedzających debiut na rynku alternatywnym mogą wynikać z dwóch czynników. Po pierwsze z różnicy w zakresie dysponowania informacjami, co wynika zarówno z dostępnych danych i materiałów do oceny przedsiębiorstwa, jak i wiedzy i doświadczenia samego inwestora. Po drugie różnica w wycenie może wynikać z różnych kosztów alternatywnych. W przypadku, gdy inwestorzy aktywni na rynku alternatywnym nie mają innej możliwości alokacji swoich środków w ryzykowne aktywa mogą oni nie doszacować premii za ryzyko, przez co przeszacowują wartość przedsiębiorstwa. W efekcie wyceny na rynku alternatywnym mogłyby przewyższać kalkulacje VC. W takich warunkach

przedsiębiorstwa, aż do zaspokojenia popytu zgłaszanego przez inwestorów na rynku alternatywnym mogłyby uzyskiwać tańszy kapitał aniżeli pozyskując go od VC.

Przedsiębiorstwa decydujące się na upublicznienia mogą odnosić z tego faktu korzyści w obszarze marketingu. Upublicznienie firmy czyni ją bardziej rozpoznawalną, a inwestorom pozwala identyfikować się z przedsiębiorstwem. Wzrost prestiżu może przekładać się na przyspieszenie rozwoju przedsiębiorstwa [Sierpińska A., Sierpińska M. 2007, s. 89].

Inną przesłanką może być wpływ pozyskanego finansowania na efektywność prowadzonej działalności. Z uwagi na relatywnie mały wpływ inwestorów ASO na nadzór nad emitentem oraz brak możliwości ingerencji w działalność spółki, firmy po przeprowadzeniu udanej emisji mogą zostać dotknięte przez efekt rozleniwienia. Badania wykazują bowiem, że firmy po przeprowadzeniu emisji akcji przez dłuższy okres mają więcej środków pieniężnych aniżeli podmioty porównywalne nie przeprowadzające sprzedaży akcji nowej emisji [Keckes 2007, s. 27]. W takich warunkach firmy notowane na rynkach alternatywnych charakteryzowałyby się gorszymi wynikami finansowymi od podmiotów niepublicznych i mogłyby nie być konkurencyjne. Badanie przeprowadzone przez Grant Thornton nie wykazały takiej prawidłowości, co prezentuje rysunek numer 41.

Rysunek 41. Porównanie dynamiki przychodów przedsiębiorstw notowanych na AIM i pozostałych

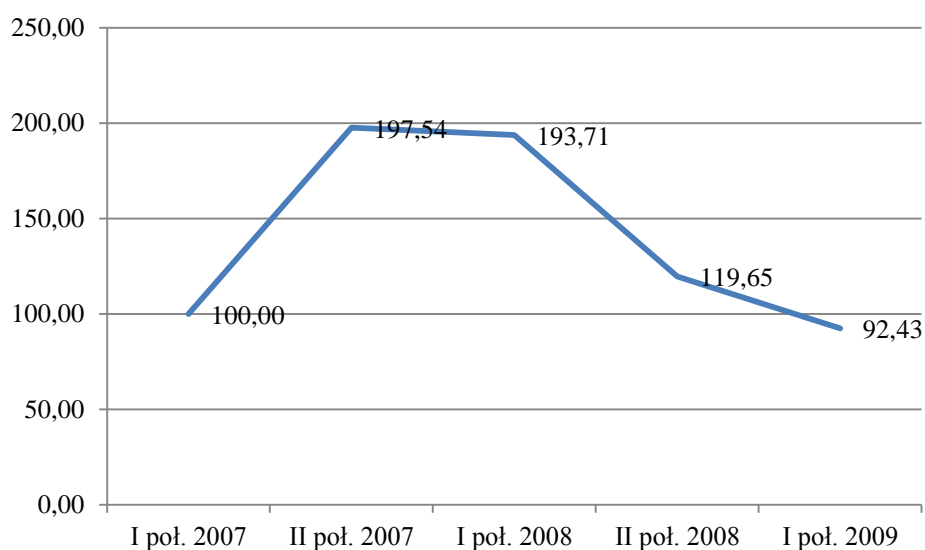


Źródło: GrantThornton [2010, s.4].

Przed uruchomieniem rynku NewConnect giełda zleciła prace mające na celu stworzenie syntetycznego miernika oceny wzrostu i efektywności spółek na rynku NewConnect.

Wskaźnik ten został zaproponowany przez Sierpińską i Szczepankowskiego [2008]. Wskaźnik uwzględniał takie wielkości, jak: tempo zmiany przychodów ze sprzedaży, tempo zmiany zysku ze sprzedaży, tempo zmiany zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację oraz tempo zmiany wartości kapitałów własnych. Wartością początkową wskaźnika było 100. Wskaźnik został nazwany NCGIndicator (*NewConnect Growth Indicator*), a jego publikacją miała zajmować się Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie. Giełda zakończyła publikację NCGIndicator po pierwszym półroczu 2009 roku bez podawania przyczyn. Jednym z powodów mógł być dający się zauważyć trend spadkowy wskaźnika, co prezentuje rysunek numer 42. Spośród czterech jego składowych tempo zmiany EBITDA, tj. zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację, najistotniej wpływało na zmiany wartości NCGIndicator [Szczepankowski 2010], co może świadczyć o złej jakości spółek na rynku NewConnect.

Rysunek 42. Wskaźnik NCGIndicator



Źródło: http://newconnect.pl/index.php?page=Raport_nr_3., [dostęp: 15.03.2012].

Sam wybór ASO, jako metody pozyskania kapitału, może być podyktowany zjawiskiem negatywnej selekcji. Oznacza to, że firmy, które nie pozyskują finansowania z innych źródeł decydują się na upublicznienie na ASO. Zjawisko negatywnej selekcji potwierdzać mogą przypadki, takie jak debiut spółki Sevenet S.A. Firma, wkrótce po uplasowaniu emisji akcji, a jeszcze przed debiutem, opublikowała wyniki kwartalne ukazujące istotną stratę netto. W reakcji na te wyniki sam debiut, jak i późniejsze notowania przyniosły przecenę walerów spółki. Taka sytuacja mogła wystąpić dlatego, iż inwestorzy decydujący się na udział

w ofertach prywatnych (ang. *private placement*) dysponują znikomą wiedzą i informacjami o przyszłym emitencie. W przypadku oceny możliwości inwestycji przez fundusz VC ryzyko to byłoby istotnie zredukowane poprzez proces *due diligence* poprzedzający transakcję. Pozwala to przedsiębiorstwom pozyskać kapitał na korzystniejszych warunkach aniżeli w przypadku, gdyby dysponowali oni pełnymi informacjami.

Przesłanką do pozyskania finansowania poprzez ASO może być chęć utrzymania kontroli i wpływów dotychczasowych właścicieli. Firmy decydują się na kapitał z ASO by mieć rozdrobnioną strukturę akcjonariatu. Jednak, jak pokazują badania przeprowadzone na zagranicznych alternatywnych rynkach, większość IPO oferowana jest inwestorom instytucjonalnym [Vismara, Paleari i Ritter 2012]. Najprawdopodobniej są oni jedynie pośrednikami w dalszej dystrybucji wyemitowanych instrumentów. Taki schemat działania pozwala na przeprowadzenie oferty prywatnej bez spełniania obowiązków przewidzianych dla ofert publicznych. Być może zaobserwowany trend w zakresie zmiany struktury inwestorów na rynku NewConnect związany jest z tym zjawiskiem.

Debiut na rynku alternatywnym daje emitentom nowy instrument finansowania kolejnych etapów rozwoju prowadzonej działalności. Aż 20% firm, które zadebiutowały na Entry Standard, pozyskało w drodze kolejnych emisji środki na rozwój działalności [Beyer i Schikora 2010, s. 107]. Dowodzi to, że ASO może stanowić istotne źródło finansowania poszczególnych etapów rozwoju przedsiębiorstwa.

Badania przeprowadzone przez Baker Tilly [2005] wykazały, że debiut przedsiębiorstwa na ASO:

- zapewnia wzrost wiarygodności (85%),
- gwarantuje długoterminowy potencjał wzrostu (82%),
- umożliwia dostęp do instytucji (81%),
- buduje markę przedsiębiorstwa na rynku finansowym (79%),
- ułatwia przeprowadzenie akwizycji (57%),
- zapewnia zaufanie wśród *Venture Capital* (44%),
- ułatwia pozyskanie klientów (41%),
- ułatwia pozyskanie finansowania dłużnego (37%).

Te same badania wśród motywów kierujących przedsiębiorstwa na ASO wymieniają:

- pozyskanie kapitału (60%),
- wzmocnienie rozpoznawalności przedsiębiorstwa (26%),

- plany ekspansji (15%),
- łatwość wejścia (6%),
- zapewnienie płynności obrotu akcjami (5%),
- mniejsze regulacje (5%).

Badania przeprowadzone przez Gazetę Giełdy Parkiet na rynku NewConnect krótko po jego uruchomieniu wykazały, że najczęstszym motywem upublicznienia spółki były [Kopier 2008]:

- podwyższenie kapitału (15 odpowiedzi),
- rynkowa wycena przedsiębiorstwa (6 odpowiedzi),
- zwiększenie przejrzystości emitenta (10 odpowiedzi),
- efekt marketingowy (11 odpowiedzi),
- inne (8 odpowiedzi).

Odpowiadając na pytanie - dlaczego spółka wybrała rynek alternatywny a nie urzędowy (regulowany) - respondenci wskazywali na:

- NewConnect jako pierwszy krok do wprowadzenia spółki na rynek regulowany (12 odpowiedzi),
- złożoną procedurę debiutu (7 odpowiedzi),
- niespełnianie wymogów rynku regulowanego (7 odpowiedzi),
- niskie koszty wejścia (5 odpowiedzi),
- inne (6 odpowiedzi).

Aż 83% ankietowanych w badaniu emitentów zamierzała docelowo zmienić rynek notowań na rynek regulowany, co jest niespójne z faktyczną migracją emitentów na poziomie 4%. Być może oczekiwania przedsiębiorstw w stosunku do rynku publicznego rozminęły się z rzeczywistością, co wpłynęło na zmianę decyzji. Inną przyczyną tej rozbieżności może być błąd wynikający z braku wiarygodności ankietowanych, którzy jedynie deklarowali działania pozytywnie odbierane przez inwestorów, nie mając przy tym faktycznego zamiaru ich przeprowadzenia.

4.3.2. Pozafinansowe koszty i korzyści z emisji akcji w ramach alternatywnych systemów obrotu na tle finansowania przedsiębiorstw kapitałem z funduszy podwyższonego ryzyka

Pozyskanie finansowania poprzez ASO i wprowadzenie do obrotu publicznej akcji na rynkach alternatywnych niesie ze sobą określone konsekwencje dla samego emitenta oraz jego właścicieli. W rozdziale zaprezentowano pozafinansowe koszty i korzyści z realizacji takiej strategii finansowania. Ponadto odniesiono korzyści wynikające ze wsparcia VC do realiów pozyskiwania kapitału poprzez ASO.

W celu analizy potencjalnych kosztów i korzyści wynikających z wyboru formy finansowania luki kapitałowej, zestawiono i porównano istotne cechy charakteryzujące *Venture Capital* i pozyskiwanie środków poprzez ASO. Wyniki zawiera tabela numer 57.

Tabela 57. Cechy finansowania inwestycji za pomocą *Venture Capital* i kapitału pozyskanego poprzez ASO

<i>Venture Capital</i>	ASO
Średnio- i długoterminowe finansowanie (jeżeli właściciele nie będą zainteresowani współpracą z nowym inwestorem muszą wykupić <i>Venture Capital</i> np. poprzez umorzenie, MBO, lub inne).	Długoterminowe finansowanie.
Aktywny inwestor.	Pasywny inwestor.
Narzuca klauzule i zapisy umowne wpływające na działalność przedsiębiorstwa i decyzje pozostałych właścicieli.	Brak wpływu na działalność przedsiębiorstwa. Właściciele dobrowolnie mogą zobowiązać się do niezbywania akcji przez określony okres (w praktyce nie dłużej niż 12 miesięcy) ³⁴ .
Zwrot kapitału zależny od wzrostu wartości firmy oraz jej kondycji finansowej (dywidenda).	Zwrot kapitału zależny jest od wzrostu wartości firmy oraz jej kondycji finansowej (dywidenda).

Źródło: Opracowanie własne.

W głównej mierze koszty pozafinansowe wynikają z regulacji prawnych. Po pierwsze, pozyskanie kapitału poprzez ASO obliguje emitenta do dostosowania formy prawnej do spółki akcyjnej. Przepisy Kodeksu Spółek Handlowych są bardziej wymagające względem tej

³⁴ Nowak wykazał, że w okresie wygasania lockupu akcje wykazują ujemne ponadprzeciętne stopy zwrotu przy istotnym wzroście obrotów. Szerzej w: Nowak E., *The Expiration of Mandatory and Voluntary IPO Lock-Up Provisions – Empirical Evidence from Germany's Neuer Markt*, w: Guidici G., Roosenboom P. (red.), *The Rise and fall of europe's new stock markets*, Advances in financial economics, vol. 10, s. 181-200.

formy od np. spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, co może wiązać się z dodatkowymi kosztami związanymi z pozyskaniem kapitału. Po drugie, zarówno zewnętrzne (ustawy), jak i wewnętrzne regulacje ASO (regulamin) nakładają na spółkę określone obowiązki informacyjne. W przypadku wsparcia kapitałowego VC informacje przekazywane są tylko jednemu podmiotowi i mogą mieć charakter poufny. W przypadku ASO są to informacje publiczne, dostępne np. także dla konkurencji.

Innym kosztem pozyskania kapitału może być niedostateczna motywacja ze strony nowego kapitałodawcy, co może przekładać się na brak efektywności prowadzonej działalności. Badania Cornelli i Yosha [1998] oraz Repullo i Suarez [2000] wykazały, że finansowanie firm na wczesnym etapie cyklu życia powinno wykorzystywać finansowanie dłużne zamiennie na akcje. Pozwala to na przejęcie kontroli nad przedsiębiorstwem w przypadku niedostatecznych wyników [Berglof 1994]. W przypadku publicznego rynku *venture instrument* ten nie jest stosowany.

Korzyści upublicznienia spółek w ramach ASO odnoszą zarówno same przedsiębiorstwa, jak i ich właściciele. W tabeli 58 przedstawiono najważniejsze z nich.

Tabela 58. Korzyści z emisji akcji w ramach ASO

Dla emitenta	Dla dotychczasowych właścicieli
Możliwość pozyskania kapitału na rozwój.	Rozwodnienie ryzyka projektu inwestycyjnego.
Możliwość uzyskania korzystnej wyceny – asymetria informacyjna i ograniczony dostęp do informacji dla inwestorów.	Wycena aktywów (akcji) na rynku publicznym.
Rozmyta kontrola ze strony inwestorów mniejszościowych – brak realnego wpływu na działalność i ograniczona kontrola ze strony finansującego.	Większa kontrola nad przedsiębiorstwem aniżeli w przypadku finansowania pozyskanego od <i>Venture Capital</i> .
Poszerzenie grupy docelowych inwestorów – inwestorzy indywidualni, TFI itp.	Możliwość wyjścia z inwestycji w procesie przeprowadzania oferty prywatnej lub publicznej.
Umożliwia realizację akwizycji płatnej akcjami.	Płynność aktywów względem rynku prywatnego.
Możliwość wykorzystania aktywnego rynku do motywacji kluczowych pracowników poprzez program opcji menedżerskich.	Realizacja strategii wyjścia z inwestycji.
Szybki i relatywnie tani sposób na upublicznienie spółki.	
Wzrost wiarygodności i prestiżu zarówno w oczach kontrahentów jak i klientów.	
Element działań i kampanii marketingowych – chęć zaistnienia w świadomości klientów.	
Pierwszy etap pozwalający przygotować przedsiębiorstwo do debiutu i funkcjonowania na podstawowym rynku.	
Dostęp do kapitału pozyskiwanego w drodze kolejnych emisji akcji.	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Stradomski i Zawadka 2012, w druku.

Finansowanie przedsiębiorstwa kapitałem VC wiąże się z szeregiem korzyści pozafinansowych. Najważniejsze z nich zostały przedstawione w rozdziale 4.2.1.2. Także ASO jest w stanie zagwarantować wartości dodane w podobnym zakresie. Porównanie ich przedstawia tabela numer 59.

Tabela 59. Pozafinansowe korzyści z finansowania kapitałem VC i poprzez ASO

Wartość dodana	Venture Capital	Alternatywne systemy obrotu
Wzrost zaufania w obrocie gospodarczym.	Wzrost prestiżu poprzez utożsamianie z innowacyjną działalnością oraz wzrost zaufania wynikający z pozytywnej opinii VC i wejścia kapitałowego.	Wzrost rozpoznawalności i transparentności emitenta. Status spółki publicznej wzmacnia zaufanie do przedsiębiorstwa w obrocie publicznym.
Sieć kontaktów biznesowych.	Wykorzystywane kontakty funduszu i osób zarządzających.	Wykorzystywane kontakty Autoryzowanego Doradcy oraz innych podmiotów doradczych uczestniczących w procesie.
Wsparcie w zarządzaniu.	Na ogół wsparcie w zakresie zarządzania strategicznego i aktywny udział w konstruowaniu strategii przedsiębiorstwa.	Brak wsparcia.
Wzrost kultury organizacyjnej przedsiębiorstwa.	Poprzez wdrożenie procedur VC oraz implementację doświadczenia i wiedzy zarządzających funduszem do spółki portfelowej.	Poprzez przygotowanie potencjalnego emitenta do upublicznienia (dostosowanie do regulacji i zasad dobrych praktyk) oraz bieżące doradztwo ze strony Autoryzowanego Doradcy.
Wsparcie w rekrutacji kluczowej kadry.	Zaangażowanie w wypełnienie luki kompetencyjnej w spółce portfelowej.	Brak.
Dodatkowa kontrola i nadzór.	Monitoring spółki portfelowej oraz nadzór poprzez udział w organach nadzorczych, a nawet w organach zarządzających.	Funkcję tę po części wypełnia Autoryzowany Doradca. Inwestorzy na podstawie publicznych raportów bieżących i okresowych dokonują oceny działalności emitenta.
Mechanizmy motywacyjne.	Instrumenty zamienne na akcje, prawo odkupu lub objęcia akcji po gwarantowanej niskiej cenie w przypadku słabych wyników, prawo obsadzania funkcji zarządczych w przypadku niedostatecznych wyników itp.	Spadek cen akcji niosący zagrożenie wrogiego przejęcia (tylko w przypadku dużego <i>free float</i>).

Źródło: Opracowanie własne.

4.3.3. Czynniki endo- i egzogeniczne determinujące wybór pomiędzy kapitałem z alternatywnego systemu obrotu a funduszem *Venture Capital*

Wybór finansowanie poprzez ASO oraz pozyskanie kapitału od VC determinują uwarunkowania zewnętrzne (otoczenie) oraz wewnętrzne (cechy przedsiębiorstwa). Od nich zależy, który ze sposobów finansowania działalności przyniesie większe korzyści przedsiębiorstwu oraz jego właścicielom. W rozdziale omówione zostaną obie grupy czynników, z wyłączeniem wspólnych oddziałujących w jednakowym kierunku i ze zbliżoną siłą na obie formy pozyskania kapitału.

Pośród czynników egzogenicznych wymienić można koniunkturę na rynkach kapitałowych i na alternatywnych rynkach, dostępność i popularność VC i ASO w gospodarce, ich prestiż postrzegany przez pryzmat emitentów na ASO i podmiotów wspieranych przez VC, rozwój i zasobność inwestorów na rynku alternatywnym, preferencje w zakresie opodatkowania, modę na inwestycje w określone branże oraz czynnik legislacyjny i regulacyjny, zwłaszcza związany z wymogami informacyjnymi

Kluczowym czynnikiem mającym wpływ na uplasowanie emisji akcji i upublicznienie emitenta jest koniunktura na ASO. Decyduje ona o zainteresowaniu inwestorów, a przede wszystkim wpływa na wycenę przedsiębiorstwa, co determinuje koszt pozyskania kapitału. Zatem w okresie koniunktury na rynkach alternatywnych, przedsiębiorstwa mogą decydować się częściej na kapitał pozyskany poprzez ASO aniżeli na kapitał VC. Ważną rolę w wyborze metody pozyskania kapitału odgrywa aktywność obu form w gospodarce, w której funkcjonuje przedsiębiorstwo. W przypadku nierozwiniętego ASO przedsiębiorstwa znacznie częściej będą pozyskiwać kapitał od funduszy podwyższonego ryzyka. Wpływ na ich decyzje może mieć również prestiż i postrzeganie podmiotów notowanych w ramach alternatywnych systemów obrotu oraz tych wspieranych przez VC. W tym kontekście bardzo ważna jest budowa wizerunku podmiotów notowanych w ramach ASO. Innym czynnikiem są możliwości inwestorów w zakresie finansowania kolejnych przedsiębiorstw. Popyt na inwestycje podwyższonego ryzyka może być ograniczony kapitałem, jakim dysponują obie grupy inwestorów. Istotnym czynnikiem faworyzującym jedną z grup mogą być różnice w opodatkowaniu prowadzonych inwestycji. Różnicować może zarówno wysokość stawki, jak i dodatkowe zwolnienia podatkowe, co istotnie może motywować kapitał w ramach danej grupy inwestorów³⁵. Na atrakcyjność kanału pozyskiwania finansowania może wpływać także

³⁵ Na londyńskim AIM kwoty inwestowane w ramach ofert poprzedzających upublicznienie przedsiębiorstwa mogą stanowić koszt uzyskania przychodu i zmniejszać należny podatek inwestora.

moda na określone branże, przez co inwestorzy wyżej wyceniają takie podmioty. Ostatnim z wymienionych czynników jest regulacja obu segmentów rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Niedostateczna lub nadmierna regulacja jednego z nich może prowadzić do przesunięć kapitału do segmentu, którego regulacja bliższa jest optimum.

Wśród istotnych czynników endogenicznych wymienić można: model biznesowy przedsiębiorstwa, skłonność przedsiębiorstwa i jego właścicieli do publicznego ujawniania informacji, zarówno ze względu na konkurentów, jak i kontrahentów, dotychczasowe doświadczenie przedsiębiorstwa i jego właścicieli w zakresie finansowania luki kapitałowej, strukturę właścicielską i horyzont inwestycyjny właścicieli. Ponadto wpływ na wybór metody pozyskania kapitału mogą mieć wysokość zapotrzebowania na kapitał, jakość i wiarygodność przedsiębiorstwa.

Cechy poszczególnych przedsiębiorstw mogą istotnie wpływać na dobór metody pozyskania kapitału podwyższonego ryzyka. Determinują one możliwości pełnego wykorzystania korzyści wynikających z finansowania poprzez ASO lub kapitałem VC. Jedną z takich cech jest model funkcjonowania przedsiębiorstwa ze względu na odbiorców. Przedsiębiorstwa działające w modelu B2C (ang. *business-to-consumer*) w większym stopniu są w stanie wykorzystać prestiż i wzrost rozpoznawalności wynikający ze statusu spółki publicznej. Co ciekawe jak wskazują badania, emitenci ponadto mogą aktywnie wpływać na wycenę przedsiębiorstwa. Merton przedstawił teorię, w której dowodzi, że przedsiębiorstwom opłaca się ponosić nakłady związane ze wzrostem rozpoznawalności wśród inwestorów, gdyż prowadzi to do wyższych wycen akcji [Merton 1987]. Badania, jakie później przeprowadzono na rynkach kapitałowych zdają się potwierdzać tę teorię. Grullon, Kanatas i Weston [2004] udowodnili, że firmy charakteryzujące się większą rozpoznawalnością produktów na rynku mają większą liczbę inwestorów. Chung i Jo [1996] wykazali, że większe zainteresowanie spółką przez analityków znajduje swoje odzwierciedlenie w wyższych wycenach akcji. Można przypuszczać, iż istnieje grupa przedsiębiorstw, która jest w stanie uzyskać wyższe wyceny na rynku publicznym w stosunku do wycen VC. Innym istotnym czynnikiem mogącym decydować o wyborze sposobu finansowania jest skłonność przedsiębiorstwa i jego właścicieli do publicznego ujawniania istotnych informacji w formie raportów bieżących i okresowych. Dotyczy ona także informowania potencjalnego inwestora lub inwestorów o planach i zamiarach wykorzystania pozyskanego kapitału. O ile VC gwarantują nieujawnianie do publicznej wiadomości informacji, na podstawie których dokonują oceny przedsiębiorstwa, o tyle w przypadku planowanych działań i prognoz przedsiębiorstwo musi szczegółowo zaprezentować je inwestorowi. W przypadku ASO, przedsiębiorstwo w procesie

sprzedaży akcji ujawnia mniej informacji, ale stają się one publicznymi. Jednakże emitenci nie mają obowiązku publikowania prognoz finansowych oraz udzielania szczegółowych informacji o celach emisyjnych.

Nie bez znaczenia na wybór przedsiębiorstwa pozostają doświadczenia organów zarządzających i właścicieli (ang. *historical bias*) co do sposobu finansowania luki kapitałowej. W zależności od tego, czy skutki wcześniejszych wyborów w zakresie pozyskiwania kapitału podwyższonego ryzyka wśród decydentów są pozytywne czy negatywne mogą oni preferować lub dyskredytować rozwiązania, na które zdecydowali się w przeszłości. Wybór w dużej mierze może być zależny od samej struktury właścicielskiej przedsiębiorstwa i horyzontu inwestycyjnego poszczególnych inwestorów. W przypadku poszukiwania przez nich możliwości wyjścia w krótkim okresie czasu, mogą preferować rozwiązanie upublicznienia przedsiębiorstwa. ASO może być także zasadnym wyborem w przypadku, gdy właściciele nie mają planów sprzedaży przedsiębiorstwa, gdyż w przypadku zaangażowania ze strony VC z dużym prawdopodobieństwem będą oni zobowiązani do wspólnego wyjścia z inwestycji wraz z funduszem. Wybór metody pozyskania kapitału pomiędzy ASO a VC może determinować także wysokość zapotrzebowania na kapitał. Jak wykazano w rozdziale 4.1.4. istnieje duża dysproporcja pomiędzy średnią pojedynczą inwestycją w ramach oferty pierwotnej na ASO oraz w ramach zaangażowania VC. Jednym z kluczowych czynników wpływających na decyzję zarządzających przedsiębiorstwem w omawianym aspekcie może być również jakość tych podmiotów, ich wiarygodność i rzetelność. Z uwagi na bardziej złożony proces zaangażowania funduszy podwyższonego ryzyka wymagający ujawnienia więcej informacji, a przede wszystkim związany z przeprowadzeniem procesu *due diligence*, podmioty cechujące się wysokim ryzykiem mogą preferować ASO. Taka sytuacja jest dużym zagrożeniem dla funkcjonowania alternatywnych systemów obrotu i może skutkować utratą zaufania do rynku przez jego uczestników. Wybór przedsiębiorstwa może być ponadto ograniczony ze względu na politykę inwestycyjną funduszy podwyższonego ryzyka. Podmioty te w większości przypadków ukierunkowane są na branże i firmy o wysokiej dynamice wzrostu, co w przypadku ASO nie stanowi ograniczenia. Można wskazać także branże i cechy przedsiębiorstw, które często są wykluczane z katalogu potencjalnych inwestycji VC. Należą do nich m.in. działalność w sektorze nieruchomości i usługi oparte na kontaktach oraz *know-how* właściciela.

4.3.4. NewConnect a finansowanie przedsiębiorstw

W pierwszych latach działalności NewConnect³⁶ potwierdził swoją rolę na rynku kapitału podwyższonego ryzyka, przyczyniając się do pozyskania przez przedsiębiorstwa blisko 1,2 mld zł. Pod tym względem najlepszy był 2011 rok (blisko 600 mln zł), a najsłabszy 2009 roku (niespełna 40 mln zł). Kwotę 1,1 mld zł spółki pozyskały poprzez emisję prywatną, a tylko nieco ponad 35 mln poprzez oferty publiczne. W przypadku piętnastu ofert emitent rozróżniał cenę sprzedaży akcji w ramach sprzedawanych serii akcji. Istotne jest, że przeprowadzane oferty prywatne w upublicznieniu w ramach ASO zastępują oferty publiczne, z uwagi na niższe koszty związane z przeprowadzeniem procesu i krótszy okres jego trwania. Z dużym prawdopodobieństwem można stwierdzić, że kapitał ten nie byłby zainwestowany w te przedsiębiorstwa, gdyby spółka nie wprowadzała akcji do obrotu na rynku alternatywnym.

Tabela 60. Wartość pozyskanego kapitału (emisji akcji nowych serii) w ramach upublicznienia na rynku NewConnect (w mln PLN)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Wartość uplasowanych akcji nowej emisji	110,1	159,4	39,6	181,9	597,7

Źródło: Opracowanie własne.

W okresie od 30 sierpnia 2007 roku do 31 grudnia 2011 roku najwięcej środków pozyskały przedsiębiorstwa z branży usług finansowych (15,6%) oraz ochrony zdrowia (15,5%). Najmniej natomiast firmy z sektorów telekomunikacja (1,5%) i e-handel (1,6%). Wartość pozyskanego kapitału w drodze emisji akcji poprzedzającej upublicznienie na rynku NewConnect w podziale na branże przedstawia tabela numer 61.

³⁶ Do 31 grudnia 2011 roku.

Tabela 61. Wartość akcji nowej emisji w ramach upublicznienia na rynku NewConnect w poszczególnych branżach (w mln PLN)

Sektor	Wartość akcji nowej emisji
budownictwo	114,8
eco-energia	28,5
e-handel	19,1
handel	126,6
informatyka	45,5
inwestycje	115,3
media	35,3
nieruchomości	65,7
ochrona zdrowia	182,1
recykling	47,4
technologie	97,2
telekomunikacja	17,1
usługi finansowe	182,9
usługi inne	67,2
wypoczynek	26,7
RAZEM	1 171,5

Źródło: Opracowanie własne.

Zaledwie 2,1% kapitału pozyskanego przez emitentów stanowiły emisje akcji spółek zagranicznych. Wśród emitentów krajowych najwięcej, bo aż 33,2%, pozyskały firmy z województwa mazowieckiego. Najmniej aktywne na rynku były przedsiębiorstwa z województw: świętokrzyskiego (0,2%), podkarpackiego (0,5%) i podlaskiego (0,6%), co przedstawia tabela numer 62.

Tabela 62. Wartość akcji nowej emisji w ramach upublicznienia na rynku NewConnect w poszczególnych województwach (w mln PLN)

Województwo	Wartość akcji nowej emisji
dolnośląskie	135,0
kujawsko-pomorskie	48,8
lubelskie	42,5
lubuskie	24,3
łódzkie	53,1
małopolskie	121,0
mazowieckie	381,3
opolskie	17,1
podkarpackie	5,5
podlaskie	6,5
pomorskie	66,4
śląskie	150,7
świętokrzyskie	2,0
warmińsko-mazurskie	11,6
wielkopolskie	69,4
zachodniopomorskie	11,7

Źródło: Opracowanie własne.

Oferty akcji nowej emisji o wartości poniżej jednego miliona złotych stanowiły 39,0% wszystkich ofert. Jak pokazują dane zamieszczone w tabeli numer 63, blisko 84% ofert nie przekraczało kwoty 5 mln zł. Na rynku NewConnect dominowały zatem małe oferty wypełniające lukę kapitałową na rynku podwyższonego ryzyka.

Tabela 63. Liczebność ofert na rynku NewConnect w zależności od ich wielkości

Wartość oferty - emisja akcji nowej serii	Liczba ofert
co najmniej 100 mln PLN	0
od 50 do 99,99 mln PLN	1
od 10 do 49,99 mln PLN	27
od 5 do 9,99 mln PLN	32
od 1 do 4,99 mln PLN	165
poniżej 1 mln PLN	144

Źródło: Opracowanie własne.

Jak pokazują dotychczasowe oferty, rynek NewConnect pozwala na pozyskanie finansowania podwyższonego ryzyka przez krajowe przedsiębiorstwa. Wartość przeprowadzanych ofert wypełnia lukę kapitałową na rynku poprzez oferowanie przedsiębiorstwom finansowanie, najczęściej nieprzekraczające kilku milionów złotych, przez co ASO nie stanowi konkurencji względem komercyjnych funduszy VC.

ROZDZIAŁ 5. DETERMINANTY ROZWOJU ALTERNATYWNYCH SYSTEMÓW OBROTU

Rynki kapitałowe w Europie koncentrujące się w obszarze finansowania małych i średnich przedsiębiorstw funkcjonują od połowy lat 90. XX-ego wieku. Pierwsza fala tworzenia tego typu instytucji nastąpiła w latach 1996-1997. Powstały wtedy takie rynki, jak: EASDAQ, Neuer Markt, Euro.NM, Nouveau Marche czy polski rynek pozagiełdowy CeTO (Centralna Tabela Ofert). Wskutek utraty wiarygodności i zaufania większość z tych rynków została zamknięta. Potrzeba organizacji publicznego rynku podwyższonego ryzyka spowodowała jednak kolejną falę powstawania tego typu rynków w formule ASO w latach 2004-2005. Konsekwencją tego było także utworzenie rynku NewConnect w Polsce.

Niniejszy rozdział stanowi próbę odpowiedzi na pytania: czy na rynku kapitałowym jest miejsce na tego typu platformy obrotu działające w opisywanej formule? Czy ASO będą rozwijać się dynamicznie, czy też zostaną zmarginalizowane i w perspektywie kilku lat czeka je klęska na wzór rynków tworzonych w latach 1996-1997?

Rozdział weryfikuje hipotezę cząstkową, zgodnie z którą perspektywy rozwoju ASO oraz jego dynamika będzie zależać od kluczowych czynników zarówno mikroekonomicznych, jak i makroekonomicznych.

5.1. Silne i słabe strony alternatywnych systemów obrotu

Perspektywy rozwoju alternatywnych rynków będą w dużej mierze determinowane przez ich wewnętrzną charakterystykę. Dlatego, aby odpowiedzieć na pytanie o perspektywy rozwoju ASO, niezbędna jest analiza zarówno silnych, jak i słabych stron tych podmiotów. Podsumowanie kluczowych cech ASO na tle VC i rynków regulowanych przedstawia tabela numer 64.

Tabela 64. Porównanie cech ASO, VC i rynków regulowanych

Wyszczególnienie	ASO	VC	Rynki regulowane
Ochrona inwestorów	Niska	Niska	Wysoka
Kontrola i nadzór nad inwestowanym kapitałem w spółkach portfelowych	Niska	Wysoka	Niska
Praktyki i zasady ładu korporacyjnego	Niskie	Narzucone przez umowę inwestycyjną i procedury funduszu	Wysokie
Długość okresu pozyskania kapitału	Krótki	Krótki i średni	Długi
Obowiązki informacyjne	Niskie	B. wysokie, jednakże pozostające informacją prywatną	Wysokie
Charakter pozyskanego finansowania	Długoterminowy	Długoterminowy, przy czym VC mogą z wiązać pozostałych właścicieli do równoczesnego wyjścia kapitałowego	Długoterminowe

Źródło: Opracowanie własne.

Formuła, w jakiej tworzone są ASO, ma szereg pozytywnych cech. Można do nich zaliczyć pojemną i otwartą strukturę wobec emitentów i wobec inwestorów. Oznacza to, że organizatorzy rynku pomimo stworzenia profilu pożądanego emitenta dopuszczają do notowań także akcje spółek niewpisujących się w ten schemat. Praktycznie każdy podmiot, niezależnie od wielkości, fazy cyklu życia, w której się znajduje oraz poziomu innowacyjności, może czerpać korzyści z ASO. Pojemna struktura w kontekście inwestorów oznacza stworzenie możliwości wszystkim inwestorom, zarówno indywidualnym, jak i instytucjonalnym, krajowym i zagranicznym, zamożnym i tym o niewielkich portfelach oraz udziału w rynku podwyższonego ryzyka.

Bez wątplenia rynki alternatywne mają bardzo ważną zaletę wynikającą z ich definicji, to jest z tworzenia, administrowania i nadzorowania ich przez giełdy kapitałowe. Przekłada się to na dobrze rozwiniętą i sprawdzoną na rynkach regulowanych infrastrukturę obrotu

instrumentami finansowymi, a w konsekwencji na dostęp do szerokiej grupy inwestorów i brak barier wejścia dla nowych inwestorów. Ponadto formuła tworzenia ASO przez operatorów giełdowych zapewnia doświadczenie i *know-how* w zakresie organizacji publicznego obrotu instrumentami finansowymi. Pozostawienie większości kwestii związanych z regulacją ASO w kompetencjach operatorów rynków sprawia, że są one bardzo elastyczne i szybko dostosowują się do zmian otoczenia. Objawia się to we wprowadzaniu lub doprecyzowywaniu regulacji i praktyk rynkowych, a także szybszej i skuteczniejszej reakcji certyfikowanych doradców od organów administracji w przypadku zachodzących nieprawidłowości lub niesubordynacji.

Silną stroną ASO jest ich pozycja na rynku kapitału podwyższonego ryzyka i elastyczne kształtowanie dopasowujące się do luki kapitałowej na danym rynku. W stosunku do VC alternatywne systemy obrotu zapewniają płynność pierwotnym inwestorom, co stanowi znaczącą przewagę publicznego rynku *venture capital* nad prywatnym.

Rynkowi NewConnect sprzyja otoczenie. Gospodarka rozwijająca się, która aspiruje do zrównania poziomu z krajami Europy zachodniej, cechuje się wysokim zapotrzebowaniem na kapitał finansujący rozwój przedsiębiorstw. W tym kontekście potencjał wzrostu NewConnect względem konkurencji wydaje się wyższy. Dodatkowo polskie ASO cechuje bardzo wysoka dynamika wzrostu rynku, zarówno pod względem liczby emitentów oraz debiutów, jak i kapitalizacji rynku. Nie bez wpływu na atrakcyjność rynku pozostaje rosnące znaczenie GPW jako wiodącego rynku kapitałowego Europy środkowej i wschodniej.

Słabych stron ASO w kontekście finansowania luki kapitałowej należy upatrywać w braku zaangażowania kapitałodawców w aktywne wspieranie i nadzór nad przedsiębiorstwem, które na wczesnym etapie cyklu życia może być niemniej ważne od samego kapitału. Publiczny rynek *venture capital* wydaje się w mniejszym stopniu mobilizować i motywować kadrę zarządzającą przez uboższe wykorzystywanie instrumentów finansowych, takich jak: instrumenty zamienne na akcje, czy też klauzule zapisane w umowach inwestycyjnych stosowanych przez VC.

O ile organizatorzy ASO posiadają bogate doświadczenie w finansowaniu średnich i dużych przedsiębiorstw, o tyle nie posiadają go w przedmiocie finansowania mikro- i małych przedsiębiorstw na wczesnym etapie cyklu życia. Ma to swoje konsekwencje w większym podobieństwie ASO do rynków regulowanych aniżeli do VC.

Bolączką ASO jest relatywnie niski poziom innowacyjności emitentów w stosunku do planów organizatorów rynków. Częściowo może się to przekładać na niskie stopy zwrotu w okresie od 3 do 5 lat po przeprowadzeniu emisji i upublicznieniu emitenta. W tym miejscu

należy podkreślić, iż w takim horyzoncie inwestycyjnym dezinwestycji dokonuje większość funduszy VC. Niewątpliwie na tle funduszy podwyższonego ryzyka ASO charakteryzują się niedostateczną komunikacją pomiędzy emitentami (spółkami portfelowymi) a inwestorami, czemu sprzyjają liberalne wymogi informacyjne rynku.

W porównaniu z europejskimi ASO można stwierdzić, iż NewConnect skoncentrował się na znacznie mniejszych podmiotach (zarówno wartość ofert, jak i kapitalizacja spółek). Implikuje to niską płynność, a przez to niskie zainteresowanie ze strony inwestorów instytucjonalnych, a zwłaszcza TFI i OFE. Nie można jednoznacznie wskazać, iż cecha ta jest negatywna. Wynika bowiem z charakterystyki polskiego rynku kapitałowego (mniejsze podmioty w porównaniu z rynkami zagranicznymi) oraz z charakterystyki luki kapitałowej w Polsce.

W kontekście badania trwałości funkcjonowania ASO dokonano analizy historycznych sukcesów i niepowodzeń europejskich rynków publicznych małych i średnich przedsiębiorstw oraz odniesiono te przyczyny do aktualnego stanu ASO.

Wśród rynków pozagiełdowych, które aktualnie już nie istnieją, można wymienić także takie, które były liderami w swoim segmencie. Neuer Markt jeszcze trzy lata przed zamknięciem był liderem pod względem kapitalizacji i rocznych obrotów kilkakrotnie przewyższających AIM w obu kategoriach [Zimny 2004, s. 146]. W marcu 2000 roku kapitalizacja tego rynku wynosiła 234 miliardy EUR, by po 2,5 roku spaść do 29 miliardów EUR [Burghof i Hunger 2004]. Zestawienie najważniejszych europejskich rynków małych i średnich przedsiębiorstw utworzonych w połowie lat 90. XX-ego wieku przedstawia tabela numer 65.

Tabela 65. Wybrane europejskie rynki małych i średnich przedsiębiorstw utworzone w połowie lat 90. XX-ego wieku

Nazwa rynku	Kraj	Data utworzenia	Data zamknięcia
Alternative Investment Market (AIM)	Wielka Brytania	19 czerwca 1995	-
Nouveau Marche	Francja	14 lutego 1996	21 lutego 2005
EASDAQ (NASDAQ Europe)	Pan-Europejski (Belgia, Wielka Brytania)	10 czerwca 1996	28 listopada 2003
Neuer Markt	Niemcy	10 marca 1997	31 grudnia 2003
NMAX	Holandia	25 marca 1997	4 kwietnia 2005
Euro.NM Brussels	Belgia	11 kwietnia 1997	7 października 2000

Źródło: Burghof i Hunger [2004].

W wyniku utraty płynności rynku oraz nieodpowiednich regulacji zostały zamknięte ASO w Belgii, Niemczech oraz EASDAQ [Guidici i Roosenboom 2004a]. W literaturze wskazuje się na błędne rozwiązania regulacyjno-prawne, które doprowadziły do zamknięcia Neue Markt [Burghof i Hunger 2003]. Wpłynęła na to głęboka przecena akcji spółek technologicznych (bańka internetowa) oraz bankructwa emitentów i związane z tym liczne skandale. Aby nie stracić zaufania inwestorów, niemiecka giełda była zmuszona do marketingowych i instytucjonalnych zmian z dniem pierwszego stycznia 2003 roku przemodelowała wszystkie segmenty rynku). Kluczowym powodem zamknięcia tych rynków wydaje się brak zabezpieczeń inwestorów na tego typu giełdach i narzędzi, takich jak aktywny monitoring i klauzule podobne do nakładanych przez VC [Guidici i Roosenboom 2004c, s. IX]. Minimalizują one asymetrię informacyjną i oportunistyczny zachowanie przedsiębiorców. Do zamknięcia tych rynków przyczyniła się również wysoka ich koncentracja w obszarze przedsiębiorstw z sektora nowych technologii, IT i przedsięwzięć w branży internetowej. W tym kontekście wysoka dywersyfikacja branżowa podmiotów z rynku NewConnect oraz obecność wśród nich podmiotów z branż tradycyjnych wydaje się zmniejszać ryzyko całego rynku.

Tym większy na tle niepowodzeń konkurencji wydaje się być sukces AIM. Powodzenia można upatrywać w optymalnej regulacji rynku przy jednoczesnym aktywnym udziale operatora, który objawiał się w: dostosowywaniu regulacji wraz ze zmianami na rynku, aktywnej ocenie emitentów oraz wykluczaniu bezwartościowych podmiotów, jak

w przypadku firm tworzonych na potrzeby konkretnych przejęć (ang. *cash shells*) [Mendoza 2008]. Operator AIM reagował i wprowadzał dodatkowe regulacje (np. dla branży wydobywczej ang. *AIM Rules - Guidance Note for Mining, Oil and Gas Companies*) nakładające obowiązek spełnienia dodatkowych wymagań na potrzeby wprowadzenia podmiotu do obrotu oraz wymogów informacyjnych. Efektem tego jest relatywnie dobra jakość spółek, a przez to dodatnie ponadprzeciętne stopy zwrotu z akcji debiutantów - także w dłuższym okresie. W tabeli numer 66 zaprezentowano zestawienie ponadprzeciętnych stóp zwrotu na AIM.

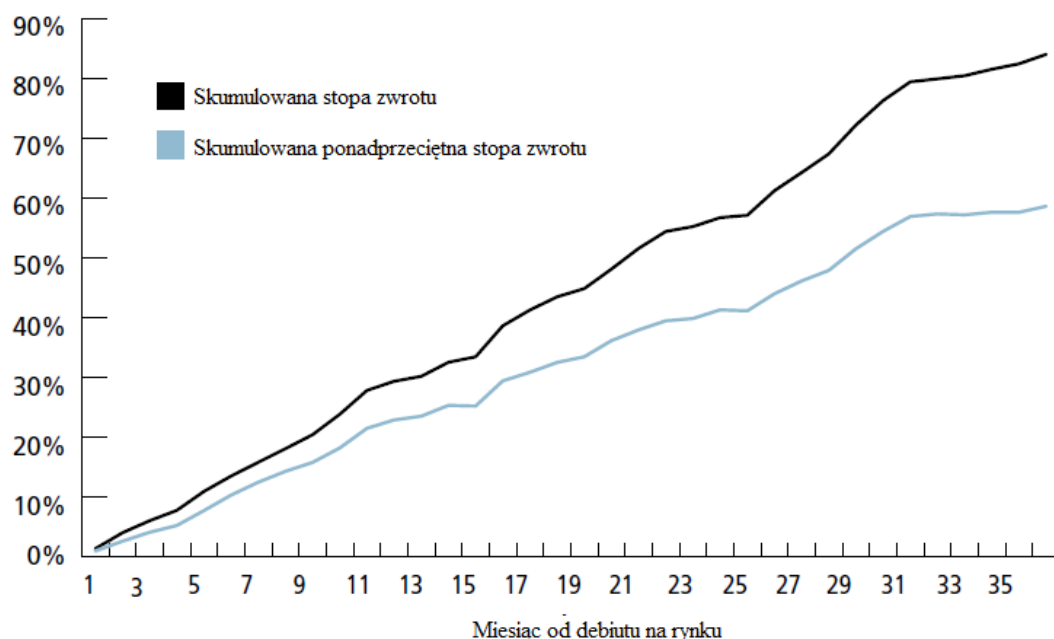
Tabela 66. Stopy zwrotu na rynku AIM

Miesiąc od debiutu na AIM	Skumulowana stopa zwrotu	Skumulowana ponadprzeciętna stopa zwrotu
1	1,38%	1,00%
6	13,54%	10,35%
12	29,39%	22,92%
18	43,52%	32,55%
24	56,77%	41,34%
30	76,36%	54,48%
36	84,09%	58,67%

Źródło: Arcot, Black i Owen [2007, s. 50].

Skumulowane stopy zwrotu rosnące wraz z wydłużającym się okresem mogą świadczyć o efektywnym wykorzystywaniu pozyskanego kapitału przez emitentów. Należy przy tym podkreślić, iż badania te zostały sporządzone w okresie hossy, kiedy jeszcze nie funkcjonował NewConnect. Z tego względu porównywanie obu wyników może prowadzić do błędnych wniosków.

Rysunek 43. Skumulowane stopy zwrotu od dnia debiutu na rynku AIM



Źródło: Arcot, Black i Owen [2007, s. 50].

Inne rynki małych i średnich przedsiębiorstw powstałe w poprzedniej fali (lata 1996-97), podobnie jak NC, charakteryzowały się silnie ujemnymi ponadprzeciętnymi stopami zwrotu w długim okresie [Georgen i in. 2003]. Może to świadczyć o złej jakości podmiotów debiutujących w ramach ASO.

Stopa zwrotu uzyskiwana przez inwestorów na rynku AIM nie może zostać jednak uznana za wystarczającą. Inwestorzy narażeni są na większe ryzyko, aniżeli w przypadku inwestycji na rynku regulowanym. Mimo to osiągają niższe stopy zwrotu co przedstawia tabela numer 67. Średniorocznie na AIM osiągnęli oni stopę zwrotu na poziomie 2%, podczas gdy największe podmioty notowane na London Stock Exchange w tym samym okresie zapewniły stopę zwrotu na poziomie 3%, a indeks szerokiego rynku regulowanego zmieniał się o 4% w skali roku.

Tabela 67. Stopy zwrotu z wybranych indeksów publikowanych przez London Stock Exchange

Rok	FTSEAIM	FTSE ALL SHARE	FTSE100
1997	-9%	0%	0%
1998	-20%	13%	16%
1999	87%	22%	19%
2000	-3%	-6%	-9%
2001	-46%	-14%	-15%
2002	-39%	-26%	-25%
2003	19%	19%	16%
2004	5%	12%	11%
2005	15%	20%	19%
2006	5%	16%	13%
2007	-1%	2%	4%
2008	-63%	-33%	-31%
2009	70%	25%	33%
2010	42%	12%	0%
2011	-25%	-8%	-6%
Średnia	2%	4%	3%

Źródło: Opracowanie własne.

Jak zauważa Piotrowski: „NewConnect można analizować w perspektywie rozwiązywania problemu luki kapitałowej, duże ryzyko związane z udziałem w tym systemie notowań oraz duża, ogólna niestabilność rynku kapitałowego nie pozwalają, aby tego rodzaju, alternatywny system obrotu stał się trwałym rozwiązaniem omawianego problemu” [Piotrowski 2011, s. 206]. Być może ASO są na tyle ryzykowne, że z dużym prawdopodobieństwem dekonstrukcja w gospodarce stanowi o porażce tego typu rynków. Byłoby to bardzo niebezpieczne w szczególności dla organizatorów rynków, którzy nie tylko podejmują ryzyko biznesowe wprowadzenia na rynek nowego produktu, ale także narażają się na utratę dobrej opinii i zaufania do rynku regulowanego. W tym miejscu rodzi się pytanie: czy NewConnect jest gotowy na okres dekonstrukcji i czy go przetrwa?

5.2. Analiza scenariuszy rozwoju rynku NewConnect

Scenariusze rozwoju ASO w dużej mierze uzależnione są od rozwoju samej GPW jako rynku regulowanego. W raporcie przygotowanym z okazji 15-lecia powstania Stowarzyszenia Emitentów Giełdowych autorzy nakreślają trzy scenariusze rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, uzależniając je w dużej mierze od struktury akcjonariatu GPW S.A [FOR, PWC i SEG 2008, s. 31-36]. Pierwszy ze scenariuszy przedstawionych w raporcie z września 2008 roku zakładał, iż GPW S.A. pozostanie własnością Skarbu Państwa, co utrudniłoby jej udział w ewentualnych prywatyzacjach giełd w regionie. Autorzy stawiają tezę, iż takie rozwiązanie w ogóle utrudniłoby jakiegokolwiek przejęcia z uwagi na fakt, iż cena za przedsiębiorstwa prowadzące giełdy musi uwzględniać premię za przejęcie „unikatowej, niepowtarzalnej jednostki biznesowej”, a przedsiębiorstwa państwowe nie są przygotowane na ponoszenie takich kosztów. W konsekwencji scenariusz zakłada rozwój organiczny przy możliwych sojuszach z innymi giełdami. Drugi scenariusz przewidywał upublicznienie GPW na giełdzie i zmniejszenie zaangażowania Skarbu Państwa i przejście z pakietu większościowego na mniejszościowy. Umożliwiłoby to aktywne budowanie pozycji giełdy w Europie poprzez działania w zakresie przejęć. Trzeci scenariusz zakładał sprzedaż warszawskiej giełdy inwestorowi branżowemu. Autorzy wskazali na trzy kluczowe warunki zapewniające rozwój GPW w tym scenariuszu. Inwestor powinien zagwarantować: autonomię GPW w działaniach na terenie Europy Środkowo-Wschodniej, wsparcie w budowie lokalnego centrum finansowego oraz kapitał na finansowanie przejęć. Należy zaznaczyć, iż realizacja i egzekwowanie warunków wskazanych w raporcie w scenariuszu trzecim wydają się być mało prawdopodobne. Podkreślić można, iż doświadczenia innych rynków nie wykazały wpływu prywatyzacji na wzrost płynności oraz na zwiększenie liczby notowanych spółek, czy na wzrost wyceny ich wartości [Kucharek 2010, s. 354].

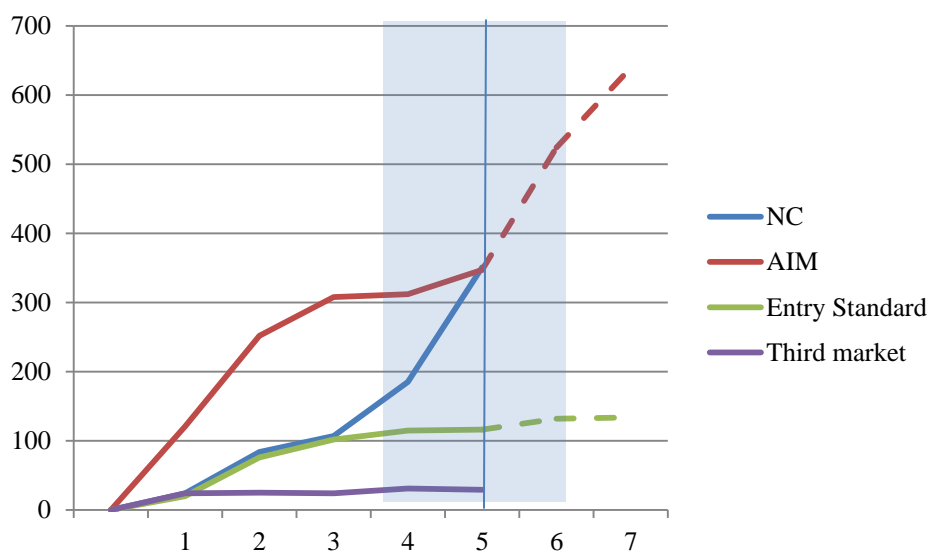
Dotychczasowe działania doprowadziły do stanu będącego kompilacją scenariusza pierwszego, drugiego i trzeciego. Mianowicie GPW S.A. jest spółką publiczną, w której Skarb Państwa posiada co prawda mniejszościowy pakiet akcji, jednakże jest on uprzywilejowany co do głosu i gwarantuje ponad 50% głosów na zgromadzeniu akcjonariuszy. Wynika to z przyjętej dwuetapowej strategii prywatyzacji [Ministerstwo Skarbu Państwa 2008]. Giełda nie prowadzi przy tym akwizycji nie dlatego, że nie może brać udziału w procesach prywatyzacyjnych, ale dlatego, że rozwój organiczny jest tańszy. Udział w prywatyzacji poza uzgodnioną ceną wymaga ponoszenia nakładów inwestycyjnych obciążonych wymogami prywatyzacyjnymi. Krokiem w kierunku związania GPW

z inwestorem branżowym była decyzja o wymianie systemu transakcyjnego. W lipcu 2010 r. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie i NYSE Euronext zawarły umowę o strategicznej, długofalowej współpracy obejmującej stworzenie wzajemnie korzystnych inicjatyw biznesowych oraz migrację platformy transakcyjnej GPW na Uniwersalną Platformę Obrotu NYSE Technologies™ (UTP – Universal Trading Platform)³⁷.

Przyjęte dotychczas rozwiązania i strategię GPW należy uznać za słuszne, przy czym wybór organicznego rozwoju sprawia, że pozycja lidera w Europie Środkowo-Wschodniej budowana jest wolniej niż mogłaby być w przypadku aktywnej polityki przejęć. Wiąże się z tym ryzyko, że inne rynki regionu mogą skutecznie ograniczać rolę GPW jako lokalnego centrum finansowego.

W kontekście rozwoju giełdy pojawia się pytanie o przyszłość i scenariusze rozwoju NewConnect. Do tej pory warszawski rynek alternatywny cechowała wysoka dynamika pozyskiwania emitentów. Zestawienie liczby spółek w obrocie ASO w pierwszych latach ich funkcjonowania przedstawia rysunek numer 44.

Rysunek 44. Liczba emitentów na wybranych ASO w pierwszych latach funkcjonowania poszczególnych rynków



Źródło: Opracowanie własne.

Można zaobserwować, iż NewConnect na koniec piątego roku funkcjonowania pod względem liczby emitentów dorównuje AIM. Na tym tle skromne przyrosty odnotowywał

³⁷ Szerzej w prospekcie emisyjnym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

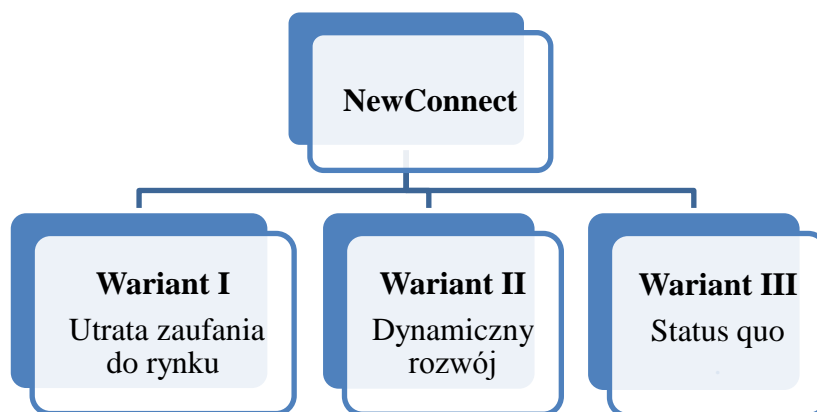
niemiecki Entry Standard i austriacki Dritter Markt (Thrid Market). Pokazuje to, że na tle bezpośredniej konkurencji NewConnect radzi sobie znacznie lepiej aniżeli rynek regulowany.

Analizując perspektywy rynku należy rozważyć zagrożenia wynikające z jego specyfiki. Pauka wśród zagrożeń dla powodzenia rynku alternatywnego w Polsce wymienia [Pauka 2010, s. 325]:

- problemy wypełniania obowiązków informacyjnych przez zbyt małe podmioty,
- wysokie ryzyko całego rynku może odstraszać inwestorów od dobrych spółek,
- niska płynność może powstrzymać inwestorów przez zamrożeniem kapitału,
- uzależnienie sukcesu rynku od agentów (np. Autoryzowanych Doradców).

Wskazane zagrożenia i szanse rynków alternatywnych wynikają zarówno z czynników wewnętrznych, jak i zewnętrznych. W oparciu o nie opracowano trzy niezależne scenariusze dla rozwoju ASO w Polsce, co prezentuje rysunek numer 45.

Rysunek 45. Scenariusze rozwoju rynku NewConnect



Źródło: Opracowanie własne.

Pierwszy scenariusz zakłada, że w skutek utraty zaufania do nowego rynku nastąpi odpływ inwestorów z NewConnect. W szczególności będzie to dotyczyć inwestorów indywidualnych, którzy odpowiadają za największą część obrotu na rynku. Brak inwestorów na rynku wtórnym przełoży się na niskie zainteresowanie udziałem w ofertach prywatnych poprzedzających debiut na ASO. W pierwszej fazie odbije się to na wycenie przyszłych emitentów, a w dalszych krokach doprowadzi do całkowitego braku zainteresowania ze strony inwestorów i zrealizuje się w nieudanych ofertach sprzedaży akcji. W konsekwencji ta reakcja dotknie także „zdrowe” podmioty, które z uwagi na niską wycenę i utrudnioną

możliwość pozyskania kapitału poprzez infrastrukturę ASO będą poszukiwać kapitału na sfinansowanie luki kapitałowej w innych źródłach np. bezpośrednio w VC.

Drugi scenariusz zakłada, że wprowadzone zostają instrumenty ograniczające napływ nierzetelnych emitentów. Wysoka dynamika i koncentracja uczestników rynku kapitału podwyższonego ryzyka prowadzi do napływu zagranicznych emitentów z regionu. Wskutek takiego rozwoju od najwcześniejszych faz cyklu życia przedsiębiorstw rodzi się centrum finansowe regionu. Niesie to za sobą dalsze konsekwencje w napływie nowych członków giełdy, którzy dzięki oferowaniu obsługiwanym przez siebie inwestorom dostępu do NewConnect zapewniają płynność na rynku wtórnym.

Trzeci wariant zakłada, że po dynamicznych pierwszych latach rozwoju NewConnect, rynek nasyci się, co spowoduje jego spowolnienie. Napływ wielu projektów w pierwszych latach zmobilizuje cały kapitał dedykowany przez inwestorów na ryzykowne inwestycje. Przedłużający się zastój na rynkach kapitałowych nie zapewni inwestorom możliwości wyjścia na rynku wtórnym, przez co zahamuje to popyt na obejmowanie akcji w ofertach pierwotnych. Przy braku działań stymulujących rynek będzie stopniowo się kurczył przez wycofywanie akcji „dobrych emitentów” wskutek migracji na rynek regulowany lub przejęć oraz wskutek bankructw „słabych emitentów”.

Analizując wyniki przeprowadzonych badań można wskazać na zagrożenie wystąpienia pierwszego wariantu. Świadczy o tym: spadający NCGIndicator, niskie stopy zwrotu z firm wspieranych przez VC (w stosunku do wyników na pozostałych rynkach), większe ryzyko przy mniejszym zysku w porównaniu do rynków regulowanych³⁸. Bardzo prawdopodobny wydaje się wariant trzeci. ASO w porównaniu do VC nie ma rozwiniętych dwóch kluczowych dla inwestycji podwyższonego ryzyka, elementów procesu. Są nimi selekcja inwestycji oraz monitoring i kontrola, przez co te rynki w takim kształcie nie mogą być efektywne.

Wśród zagrożeń dla wariantu drugiego należy wskazać moment uruchomienia NewConnect. Powstał on w bardzo trudnym okresie, kiedy rynki finansowe dotknęła silna fala przecen walorów, co przekładało się także na rynek pierwotny. Konsekwencją trendu na rynkach regulowanych była przecena akcji na rynkach alternatywnych, w tym na NewConnect.

Wielu emitentów wskazywało, że czynnikiem przemawiającym za debiutem był wzrost prestiżu i wiarygodności w otoczeniu. Wystąpienie wariantu pierwszego lub drugiego może

³⁸ Na rynku polskim z uwagi na okres, w którym utworzono NewConnect wynik ten może nie być miarodajny. Prawdopodobnie ta potwierdza się jednak na AIM.

mieć odmienny efekt dla tych przedsiębiorstw, co może stanowić istotne zagrożenie a przez to pozafinansowe koszty dla emitentów na tym rynku.

Należy zadać pytanie czy negatywne doświadczenia inwestorów po udziale w pierwszych ofertach na NewConnect mogą wpłynąć na spadek zainteresowania ASO wśród inwestorów indywidualnych? Innymi słowy, czy te doświadczenia nie zniechęcą tej grupy do aktywnego uczestnictwa na rynku pierwotnym. Wydaje się, że z uwagi na silną asymetrię informacyjną graniczącą z brakiem informacji, udział w ofertach biorą podmioty, które znają emitenta i jego kadre zarządzającą. Takie praktyki potwierdzają Autoryzowani Doradcy [Makowska 2011]. Są oni przekonani, że mają więcej informacji (asymetria względem pozostałych inwestorów) i dlatego oferowana przez nich cena nie uwzględnia tak dużego ryzyka. W takiej sytuacji wskazywane ryzyko spadku zainteresowania udziałem w ofertach wydaje się być drugorzędne. Rozwój rynku w tej formie może jednak prowadzić do patologii i nadużyć, które skrajnie mogą nosić znamiona manipulacji.

W chwili obecnej najbardziej prawdopodobnym scenariuszem dla polskiego ASO jest wariant trzeci. Praktyka rynków zagranicznych pokazuje, że nie znaleziono rozwiązań systemowych na problemy, które przyczyniły się do zamknięcia rynków małych i średnich przedsiębiorstw powstałych w latach 1996-97. Nawet rynek AIM, postrzegany jako sukces w obszarze alternatywnych rynków publicznych, obecnie odnotowuje tendencję spadkową. Do chwili obecnej z różnych przyczyn, takich jak: fuzje i przejęcia, bankructwo, migracja na rynek regulowany, wycofano blisko 40% podmiotów, które zadebiutowały na AIM. Dlatego istotnym zagrożeniem dla NewConnect, podobnie jak na AIM, mogą być próby poszukiwania wyjścia z rynku przez emitentów w okresie dekonstrukcji [Holden 2009].

5.3. Rekomendowane działania i czynniki rozwoju alternatywnych systemów obrotu

Druga fala powstawania rynków alternatywnych w latach 2004-2005 wskazuje, że na rynku musi istnieć zarówno wysoki popyt na kapitał podwyższonego ryzyka, jak i jego podaż. Inwestorzy w ślad za poszukiwaniem coraz wyższych stóp zwrotu skłaniają się ku coraz to bardziej ryzykownym inwestycjom. Dotyczy to zarówno inwestorów instytucjonalnych, jak i inwestorów indywidualnych, dla których inwestowanie poprzez ASO jest niekiedy jedyną możliwością uczestniczenia w finansowaniu projektów z sektora małych i średnich przedsiębiorstw w ich wczesnych fazach cyklu życia. Problemem uczestników rynku jest jednak jego trwałość i szybkość rozwoju. W celu skierowania NewConnect na tory realizacji

scenariusza drugiego opisanego w rozdziale 5.2 niezbędne są zmiany w kształcie i regulacji rynku. Niemniej ważną rolę będą odgrywać także uwarunkowania otoczenia. W literaturze wskazuje się na elementy kluczowe dla sukcesu rynku. Friedman i Grose [2006] przedstawiają pięć kroków w zakresie organizacji i regulacji rynków dedykowanych małym i średnim przedsiębiorstwom:

- stworzyć sprzyjające warunki,
- ustalić podstawowe elementy struktury rynku,
- nałożyć podstawowe wymogi w zakresie ujawniania informacji dopasowanych do rodzaju oferty,
- rozważyć obligatoryjne przestrzeganie dopasowanych do rynku zasad ładu korporacyjnego,
- skutecznie egzekwować obowiązki uczestników rynku.

Sprzyjające warunki to zdaniem autorów: stabilne warunki makroekonomiczne ułatwiające przewidywanie zachowań podmiotów, poszanowanie własności prywatnej oraz rozumienie przez społeczeństwo potrzeby i istotności oszczędzania i inwestowania. Do działań w zakresie struktury rynku można zaliczyć zapewnienie najlepszej jakości obsługi zawieranych transakcji i ich transparentność. W ramach ofert sprzedaży akcji emitenci powinni być zobowiązani do ujawnienia pełnych informacji. Ponadto przestrzeganie standardów przekazywania oraz formy raportów bieżących i okresowych powinno być bezwzględnie wymagana. Niesubordynacja powinny być egzekwowana wobec zarządu odpowiedzialnego przede wszystkim przed właścicielami za podejmowane decyzje i ewentualne zaniechania. Organizator rynku musi mieć przy tym na uwadze motywy i interes potencjalnych inwestorów oraz emitentów.

Wskazuje się na kilka czynników, które mogły wpływać na niepowodzenie i spadek zainteresowania europejskimi rynkami małych i średnich przedsiębiorstw w kolejnych latach ich funkcjonowania. Można do nich zaliczyć [Abbanat 2004, s. 3]:

- brak zdolności zgromadzenia masy krytycznej przez którykolwiek z rynków niezbędnej do jego funkcjonowania,
- konkurencję ze strony innych giełd i innych alternatywnych systemów obrotu,
- zły okres inauguracji rynków,
- brak doświadczenia w organizacji rynku kierowanego cenami,

- w przypadku EASDAQ błędną lokalizację (Belgia) bez wsparcia lokalnej giełdy kapitałowej,
- znaczne niedokapitalizowanie,
- nieefektywność z uwagi na dodatkową warstwę regulacyjną.

Mając na uwadze słabe strony ASO, tj. selekcję podmiotów oraz ich monitoring i kontrolę, należałoby poszukiwać usprawnień w tych obszarach. Dykto [2010, s. 231] zwraca uwagę na ryzyko związane z niedostateczną weryfikacją upublicznianych podmiotów. Stawia tezę, iż przedsiębiorstwa prywatne (AD) nie są w stanie sprawdzać sytuacji emitentów tak szczegółowo jak państwowy nadzór. Propozycja ta wskazuje na ułomność mechanizmów rynkowych. Być może problem wynika z nieprawidłowego sformułowaniu stosunku pomiędzy GPW – emitent – AD. Odpowiednio zmotywowany AD nie powinien wykonywać swoich zadań z gorszym efektem od nadzoru państwowego. Przyczyn obecnego stanu można upatrywać w decydencie wybierającym AD oraz będącym jednocześnie płatnikiem. Rozwiązaniem tego stanu mogłaby być ocena niezależnego podmiotu zamawiana i opłacana przez GPW, w której interesie jest wysoki standard emitentów na rynku. Innym rozwiązaniem mógłby być rachunek powierniczy, na który spółka mająca zamiar ubiegać się o dopuszczenie do obrotu w ramach ASO wpłacałaby wynegocjowaną kwotę po wyborze AD. Po sporządzeniu oceny (niezależnie od jej wyników) GPW przekazywałaby powierzone środki do AD. Rozwiązanie to mogłoby doprowadzić do zróżnicowania jakości oceny pomiędzy poszczególnymi AD, jednakże GPW w ramach okresowej oceny mogłaby korzystać ze swojego prawa do wykreślenia AD niewypełniających należycie swoich obowiązków.

Etap selekcji podmiotów z pewnością działałby efektywniej, gdyby inwestorzy podejmujący decyzję inwestycyjne na rynku pierwotnym dysponowali szerszym zakresem informacji. Obecnie podmioty debiutujące pod koniec roku kalendarzowego mają obowiązek publikacji sprawozdania finansowego za rok poprzedni. Podczas gdy sam emitent dysponuje już wynikami np. za trzy kwartały kolejnego roku. W tym kontekście niezbędne wydaje się spotkanie potencjalnych inwestorów z przedstawicielami emitenta w celu uzyskania informacji i odpowiedzi, które nie znalazły się w dokumencie ofertowym. Brak tych danych sprawia, że inwestorzy biorący udział w ofertach albo są uprzywilejowani co do informacji albo ich proces decyzyjny ma znamiona gry hazardowej.

Rozwiązaniami wzmacniającymi monitoring i kontrolę powinny być zarówno narzędzia motywujące najlepszych emitentów oraz sankcje na nich nakładane. Do pierwszych można

zaliczyć nagradzanie „dobrych” podmiotów poprzez gradację opłat pobieranych przez GPW np. na podstawie uzyskiwanego wskaźnika NCGI dla danego emitenta. Wynikiem niesubordynacji mogłoby być zakwalifikowanie emitenta do wydzielonego segmentu podmiotów o niskich standardach (w opozycji do NCLead). Narzędziem wspierającym organizatora rynku w tym zakresie mogłyby być niezależne oceny podmiotów, którym dobrowolnie musieliby się poddawać emitenci. Ponadto organizator rynku, poza możliwością skrócenie okresu wymaganej współpracy z AD, powinien mieć możliwość jego wydłużenia w przypadku oceny podmiotu jako niekwalifikującego się do samodzielnego wypełniania obowiązków nakładanych regulaminem ASO.

Z przedstawionej w rozdziale pierwszym analizy wynika, że podmioty notowane w ramach NewConnect są istotnie mniejsze od firm notowanych na zagranicznych ASO. Różnica dotyczy zarówno całkowitej kapitalizacji spółek, jak i średniej wielkości oferty poprzedzającej wprowadzenie spółki do obrotu. Tymczasem, jak wskazują liczne modele mikrostruktury rynku, płynność jest zależna od wielkości obrotów przedsiębiorstwa, a zatem ich wielkości [Pagano, Panetta i Zingales 1998]. W związku z tym, aby działania w tym obszarze były efektywne, giełda musiałaby wprowadzić limit wielkości co istotnie mogłoby ograniczyć liczbę spółek w obrocie i skutecznie wyeliminować możliwość wprowadzenia *start-up*’ów na rynek.

ASO powinny być dedykowane małym i średnim przedsiębiorstwom, w tym na etapie *start-up*. Powstaje jednak pytanie o minimalną wielkość przedsiębiorstwa. Wydaje się, że ASO nie powinny angażować się w finansowanie luki kapitałowej poniżej pewnego progu z uwagi na brak kompetencji (np. selekcji, monitoringu i kontroli oraz brak aktywnego zaangażowania inwestora). W tych obszarach efektywniejsze wydają się działania aniołów biznesu. Próby przyciągania na rynek publiczny przedsiębiorstw zbyt małych i na zbyt wczesnym etapie rozwoju będą musiały zakończyć się niepowodzeniem. Większość z tych firm nie jest bowiem przygotowana na bycie spółką publiczną. Kandydat na emitenta musi mieć odpowiednią kulturę organizacyjną i odpowiednie struktury. Przedsiębiorstwa muszą być na tyle duże, aby podołać kosztom i odpowiedzialności bycia spółką publiczną. Zaostrzenie przepisów nie może jednak odbiegać od optimum, w którym marginalne korzyści dla inwestorów i emitentów zrównają się z marginalnymi kosztami.

Bez wątplenia wpływ na zainteresowanie rynkiem ma jakość oferowanych instrumentów. Dlatego wzrost płynności mogą zapewnić dobrej jakości emitenci, których akcje przyniosą inwestorom zadowalające stopy zwrotu [Eisfeldt 2004]. Skutkiem tego byłby wzrost zainteresowania finansowania ryzykownych przedsiębiorstw, a przez to wzrost płynności na

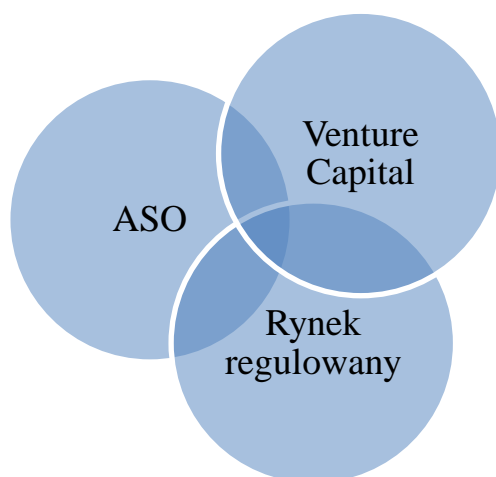
alternatywnych rynkach. Tym większą uwagę GPW powinna przywiązywać do etapu selekcji przyszłych emitentów.

GPW wspólnie z KNF powinny w większym stopniu kontrolować oferty prywatne i dystrybucję instrumentów finansowych na rynku wtórnym. Badania wskazują, iż restrykcyjne prawo i regulacje w zakresie operacji *insider'ów* oraz działanie w zмовie są skorelowane z głębszymi i silnymi rynkami kapitałowymi [Henry i Lorentzen 2003].

Sukces pierwszych lat funkcjonowania rynku NewConnect powinien zostać wykorzystany do budowy silnej marki w regionie. Powinno to stanowić siłę napędową rynku w najbliższych latach [Mikołajczyk i Kurczewska 2010, s. 75]. Organizator rynku nie może pozwolić na funkcjonowanie rynku status quo, bo jak uczy historia zagranicznych rynków może on nie przetrwać pierwszej próby (dekoniunktury).

Alternatywne systemy obrotu są relatywnie młodym tworem rynku kapitałowego. Mają one wiele cech wspólnych zarówno z funduszami podwyższonego ryzyka, jak i regulowanymi rynkami kapitałowymi. Na tym tle są rozwiązaniem hybrydowym. Dlatego też wpływ na funkcjonowanie ASO będą miały czynniki determinujące zarówno publiczny obrót papierami wartościowymi, jak czynniki związane z finansowaniem *venture capital*.

Rysunek 46. ASO ich interakcja z innymi instytucjami rynku kapitałowego



Źródło: Opracowanie własne.

Wśród czynników egzogenicznych można wymienić:

- legislację,
- system podatkowy,
- zamożność społeczeństwa,

- skłonność społeczeństwa do inwestowania,
- awersję inwestorów do ryzyka,
- innowacyjność gospodarki,
- koniunkturę na rynkach kapitałowych.

Czynnikami endogenicznymi determinującymi rozwój ASO są:

- regulacje organizatora rynku,
- skuteczny system transakcyjny i procedury zapewniające bezpieczeństwo obrotu instrumentami finansowymi,
- dostęp do kapitału podwyższonego ryzyka angażowanego w ramach ofert pierwotnych,
- dostęp do nowych emitentów spełniających oczekiwania rynku.

Rozwój ASO w dużej części będzie zależny od jego organizatorów i podejmowanych przez nich działań. Jednakże istotnym czynnikiem determinującym ich sukces lub porażkę są uwarunkowania otoczenia. Aktualnie rynek finansowy cechuje się niską podażą kapitału, co w połączeniu z odwrotem od ryzykownych inwestycji w okresie kryzysu stanowi potencjalne ograniczenie rozwoju alternatywnych systemów obrotu. Ich przyszłość zależna jest od koniunktury na rynkach regulowanych i VC.

ZAKOŃCZENIE

Współczesne rynki kapitałowe podlegają istotnym zmianom i przeobrażeniom. W obszarze organizacji obrotu papierami wartościowymi zauważalne są zjawiska globalizacji, narastającej konkurencji oraz unifikacji świadczonych usług. W efekcie nastąpiły deregulacja rynków przy wzroście ich popularyzacji oraz zmiany o charakterze własnościowym. Wymusiły one na giełdach podejmowanie działań obronnych przed konkurencją i poszukiwania nowych rozwiązań i produktów. Efektem tego było między innymi zainteresowanie tworzeniem platform obrotu dla małych i średnich przedsiębiorstw często niespełniających wymogów, jakie nakładają na nie regulacje rynków regulowanych (urzędowych).

Pierwsza fala tworzenia rynków o liberalnych regulacjach i warunkach dopuszczenia do obrotu miała miejsce w połowie lat 90. XX-ego wieku. Wtedy powstały takie rynki, jak: AIM, EASDAQ, Neuer Markt, Nouveau Marche, NMAX i inne. Brak doświadczenia operatorów giełdowych w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju i niska selekcja emitentów zgłaszających chęć wprowadzenia do obrotu akcji przyczyniły się do likwidacji większości z tych rynków. Przecena akcji po okresie internetowej bańki (ang. *internet bubble*) skutkowałą zamknięciem tych rynków.

Przedsiębiorstwa z sektora MSP, zwłaszcza we wczesnych fazach cyklu życia, charakteryzują się wysokim zapotrzebowaniem na kapitał. Z uwagi na szereg czynników mają one utrudniony dostęp do finansowania dłużnego. Najważniejsze z nich to brak stabilnych przepływów pieniężnych oraz brak zabezpieczeń. W coraz większej ilości przedsiębiorstw głównym i najcenniejszym aktywem są wartości niematerialne, w tym *know-how*. Zapotrzebowanie na systemy obrotu dla sektora MSP wydaje się być w dalszym ciągu na tyle wysokie, że na rynku kapitałowym zaczęły one powstawać na nowo. Wskutek zmian regulacyjnych [Dyrektywa Dyrektywa 2004/39/WE 2004; Dyrektywa Komisji 2006/73/WE 2006; Rozporządzenie Komisji WE NR 1287/2006 2006] oraz organizacyjnych nowe platformy zaczęły powstawać jako ASO (Alternatywne Systemy Obrotu).

Na potrzeby niniejszej pracy przyjęto definicję - ASO jako rynek akcji dedykowany dla małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnych fazach cyklu życia działający w ramach Unii Europejskiej jako MTF, którego organizatorem i nadzorcą jest jednocześnie operator giełdy kapitałowej. Ten system charakteryzują istotna rola certyfikowanego doradcy,

relatywnie łatwy dostęp do rynku dla potencjalnych emitentów, liberalna polityka informacyjna. Wśród mniej restrykcyjnych kryteriów dopuszczenia do obrotu w ramach alternatywnych systemów obrotu (ASO) należy wymienić brak obowiązku sporządzania prospektu emisyjnego w określonych warunkach, brak ograniczeń lub mniejsze wymogi w zakresie minimalnej kapitalizacji, *free float*. W zakresie wymogów informacyjnych liberalna polityka informacyjna dotyczy zarówno raportów bieżących (krótszy katalog wymaganych informacji), jak i raportów okresowych. Przeprowadzona w pracy analiza wykazała, że europejskie platformy dedykowane sektorowi MSP są spójne w zakresie regulacyjno-organizacyjnym. Tworząc je organizatorzy rynków opierali się na wzorze i praktyce najstarszego rynku tego typu w Europie, tj. na AIM.

Organizacja i funkcjonowanie ASO umożliwia relatywnie łatwe upublicznienie przedsiębiorstwa. Cały proces z przeprowadzeniem oferty prywatnej (ang. *private placement*) nie jest skomplikowany w porównaniu do rynków regulowanych i trwa znacznie krócej. Jednakże formuła, w jakiej działa ASO, stanowi istotne bariery dla zapewnienia efektywności funkcjonowanie tego typu rynków.

Wykorzystując posiadaną przez operatorów giełdowych infrastrukturę, ASO wpisuje się w realizację celów strategicznych giełdy. Analiza rynku NewConnect wykazała, że uruchomienie rynku sprzyja pozyskiwaniu nowych inwestorów na rynek. Ponadto ASO może stanowić dobrą formę pozyskiwania emitentów na rynek urzędowy w przyszłości. Funkcjonowanie NewConnect przekłada się na wzrost znaczenia GPW w regionie, co skutkuje upublicznieniem podmiotów zagranicznych w ramach tego rynku. W toku prac wykazano, że między rynkiem alternatywnym a rynkiem regulowanym nie zachodzi efekt kanibalizmu, a ASO pozwala operatorom giełdowym dywersyfikować źródła przychodów i ryzyko prowadzonej działalności.

Praca ukazuje ASO jako istotny element mobilizacji kapitału inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych na rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Alternatywne rynki umożliwiają im ekspozycję na rynek wcześniej dla nich niedostępny lub ograniczany barierami. Dzięki uczestnictwu w ofertach sprzedaży akcji, a później poprzez obrót na rynku wtórnym, inwestorzy mają możliwość finansowania przedsiębiorstwa na wczesnym etapie rozwoju. Wskazano na komplementarność ASO względem kapitału podwyższonego ryzyka (*Venture Capital*) przez analizę obustronnych korzyści wynikających z współdziałania obu instytucji. W treści pracy zawarto kompleksową ocenę ryzyka i uzyskiwanych przez inwestorów stóp zwrotu na rynku NewConnect, co może mieć bardzo istotny wpływ na dalszy kształt funkcjonowania rynku.

Analiza przeprowadzona w pracy wykazała, że na rynku polskim istnieje luka kapitałowa między finansowaniem udostępnianym ze strony aniołów biznesu oraz funduszy podwyższonego ryzyka. W tę lukę wpisuje się możliwość pozyskania finansowania poprzez ASO. Elastyczność alternatywnych rynków sprawia, że mogą one dostosować się do występującej luki kapitałowej, a przez to ją niwelować. Jak wykazały badania, większość ofert przeprowadzanych przed debiutem na NewConnect zawierała się w przedziale określonej luki kapitałowej. W przypadku większych ofert, których skala pozwala na zainteresowanie sobą funduszy podwyższonego ryzyka, przedsiębiorstwa kierują się chęcią pozyskania finansowania jak najtaniej. Na rynku kapitału podwyższonego ryzyka, zwłaszcza w przypadku finansowania sektora MSP we wczesnej fazie cyklu życia wybór przedsiębiorstw determinują w dużej mierze korzyści i koszty pozafinansowe.

Założona na wstępie pracy hipoteza mówiąca, że: „*ASO jest niezbędnym suplementarnym elementem rynku kapitałowego, który poprzez komplementarną alokację kapitału zaspokaja potrzeby głównych grup interesariuszy tego rynku*” została zweryfikowana pozytywnie. Wszystkie wskazane w pracy kluczowe grupy interesariuszy mają motyw, aby rozwijać rynki alternatywne i czerpać z nich korzyści.

Ponadto w pracy dokonano analizy determinantów rozwoju ASO. Na podstawie aktualnego stanu rynku NewConnect oraz jego silnych i słabych stron przeprowadzono analizę scenariuszy rozwoju rynku w trzech wariantach. Z uwagi na istotne zagrożenie wystąpienia negatywnych scenariuszy, w pracy wskazano obszary regulacyjno-organizacyjne NewConnect, które wymagają usprawnień. Przeprowadzone w ramach pracy rozważania teoretyczne i badania empiryczne przyczyniły się do zbadania założonego celu pracy, tj. odpowiedzi na pytanie: czy potrzeby kluczowych grup interesariuszy będą zaspokajane w przyszłości.

Wyniki pracy cechuje istotny wymiar praktyczny dla wszystkich uczestników rynku, tj. dla inwestorów, emitentów, organizatorów rynku oraz podmiotów wspierających działalność ASO, takich jak: Autoryzowani Doradcy, Animatorzy, KNF itp.

Powyższe rozważania i wnioski nie wyczerpują zagadnienia finansowania luki kapitałowej w sektorze MSP we wczesnych fazach cyklu życia przedsiębiorstw przez publiczny kapitał podwyższonego ryzyka (ang. *public venture capital*). Do dalszych badań powinno należeć opracowanie optymalnego modelu funkcjonowania rynku w celu selekcji emitentów przy jednoczesnym braku ograniczania dostępności dla małych przedsiębiorstw lub działalności w fazie początkowej (ang. *start-up*). Z uwagi na fakt, iż pierwsze lata funkcjonowania rynku NewConnect przypadły w okresie przecen waloarów na rynkach

kapitałowych, istotne wydaje się, jak rynek ten będzie funkcjonował w okresach hossy (zarówno w kontekście stóp zwrotu, jak i ryzyka). Niezbędne są szczegółowe badania struktury i cech inwestorów uczestniczących w ofertach poprzedzających wprowadzenie akcji emitenta do obrotu i analiza aktywności aniołów biznesu w ramach tych ofert. Jednocześnie, z uwagi na wczesne stadium rozwoju rynku, zbyt mało można powiedzieć jak na razie o jakości emitentów i efektywności wykorzystania pozyskanego kapitału. Blisko połowa emitentów objętych badaniem debiutowała na rynku w ostatnim okresie obserwacji, tj. w 2011 roku.

BIBLIOGRAFIA

1. Abbanat, R., 2004, *Feasibility Study: A Pan-European Market for Technology Growth Companies*, Easdaq S.A., s. 2-3.
2. Aggarwal, R., Rivoli, P., 1990, *Fads in the Initial Public Offering Market?*, *Financial Management*, Vol. 19, No. 4, s. 45-57.
3. Allen, F., Faulhaber, G.R., 1989, *Signalling by Underpricing in the IPO Market*, *Journal of Financial Economics*, vol. 23, s. 303-323.
4. Aluchna, M., Dzierżanowski, M., Przybyłowski, M., Zamojska-Adamczak, A., 2005, *Analiza empiryczna relacji między strukturami nadzoru korporacyjnego a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.
5. Amihud, Y, and Mendelson, H., 1986, *Asset pricing and the bid-ask spread*, *Journal of Financial Economics* 17, s. 223-249.
6. Arcot, S., Black, J., Owen, G., 2007, *From local to global, The rise of aim as stock market for growing companies*, *AIM*, s. 50.
7. Arundale, K., 2007, *Raising Venture Capital Finance in Europe*, Kogan Page, London, s. 146.
8. Banz, R., 1981, *The Relationship Between Return and Market Values of Common Stock*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, s. 3-18.
9. Baron, D.P., 1982, *A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues*, *Journal of Finance*, vol. 37, s. 955-976.
10. Bartlett, J.W., 2009, *What is Venture Capital? VC Experts. Private Equity and Venture Capital Expertise*, <http://vcexperts.com/vce/library/>, [dostęp: 15.01.2012].
11. Bayless, M., Chaplinsky, S., 1996, *Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance?*, *The Journal of Finance*, Vol. 51, No. 1, s. 253-278.
12. Benartzi, S, Thaler, R., 1995, *Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle*, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, s. 75-92.

13. Benveniste, L.M., Spindt, P.A., 1989, *How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues*, Journal of Financial Economics, vol. 24, s. 343-361.
14. Berglof, E, 1994, *A Control Theory of Venture Capital Finance*, Journal of Law, Economics, and Organization, vol. 10, No. 2, s. 247-267.
15. Beyer, A., Schikora, C., 2010, *Regulation light – Germany's Entry Standard*, Herbert Utz Verlag, Munchen, s. 48.
16. Bhaird, C., Lucey, B., 2006, *Capital Structure and the Financing of SMEs: Empirical Evidence from an Irish Survey*, SSRN, <http://ssrn.com/abstract=905845>, [dostęp: 29.11.2011].
17. Białkowska-Guzyńska, A., 2002, *Raport z badania kondycji małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Polska Konfederacja Pracodawców Prywatnych, Warszawa.
18. Board, J., Wells, S., Dufour, A., Sutcliffe, C., 2006, *The LSE's AIM Market: Effect on Returns and Trading of Canadian Stocks*, Commissioned by the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, s. 210-225.
19. Bottazzi, L., 2002, *Venture Capital in Europe and the financing of innovative companies*, Economic Policy, Vol. 17, No. 34, s. 229-269.
20. Bray, A., Gompers, P.A., 1997, *Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies*, The Journal of Finance, Vol. 52, No. 5, s. 1818.
21. Brealey, R.A., Myers, S.C., Allen, F., 2006, *Corporate Finance*, McGraw Hill, s. 190-200.
22. Brennan, M.J., Subrahmanyam, A., 1996, *Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity in stock returns*, Journal of Financial Economics 41, s. 441-464.
23. Brigham, E.F., 1997, *Podstawy zarządzania finansami*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 194.
24. Brown, L.D., Caylor, M.L., 2004, *Corporate Governance and Firm Performance*, Georgia State University, SSRN, Working Paper Series.
25. Brown, S.J., Goetzmann, W.N., Ross, S.A., 1995, *Survival*, Journal of Finance, vol. 50, no. 3, s. 853-873.

26. Burghof, H.P., Hunger, A., 2003, *Access to Stock Markets for Small and Medium Sized Growth Firms: The Temporary Success and Ultimate Failure of Germany's Neuer Markt*, Working Paper.
27. Burghof, H.P., Hunger, A., 2004, *The Neuer Markt: An (Overly) Risky Asset of Germany's Financial System*. W: Giudici, G., Roosenboom, P. (red.), *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, Elsevier, s. 295-327.
28. Campbell, C.J, Du, Y, Rhee, S.G., Tang, N., 2008, *Market Sentiment, IPO Underpricing and Valuation*, SSRN, Working papers.
29. Carter, R.B., Dark, F.H., Singh, A.K., 1998, *Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks*, The Journal of Finance, vol. LIII, No. 1, s. 285-311.
30. Cecelak, J., 2010, *Luka kapitałowa w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw*, w: Grzywacz, J., Kowalski, S. (red.), *Rozwój przedsiębiorczości w gospodarce rynkowej*, Instytut Nauk Ekonomicznych, Płock, s. 71-72.
31. Chatterjee, S., Lubatkin, M.H., Schulze, W.S., 1999, *Toward a Strategic Theory of Risk Premium: Moving beyond Capm*, The Academy of Management Review, Vol. 24, No. 3, s. 556-567.
32. Chemmanur, T., 1989, *The Pricing of Initial Public Offerings: A Dynamic Model with Information Production*, Working Paper, Columbia University.
33. Chemmanur, T.J., Krishnan, K., Nandy, D., 2008, *How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface*, U.S. Bureau of Census, CES Working paper, CES-WP-08-16.
34. Chen, J., Hong, H., Stein, J.C., 2001, *Breadth of Ownership and Stock Returns*, Journal of Financial Economics, vol. 66, no. 2-3, s. 171-205.
35. Chung, K.H., Jo, H., 1996, *The impact of security analysts' monitoring and marketing functions on the market value of firms*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 31, s. 493-512.
36. Claessens, S., Klingebiel, D., Schmukler, S.L., 2002, *Explaining the Migration of Stocks from Exchanges in Emerging Economies to International Centers*, SSRN, Working Papers.

37. Clarke, J., Dunbar, C., Kahle, K., 2004, *The Long-Run Performance of Secondary Equity Issues: A Test of the Windows of Opportunity Hypothesis*, *The Journal of Business*, Vol. 77, No. 3, s. 575-603.
38. Cressy, R., Olofsson, C., 1997, *The financial conditions for Swedish SMEs: Survey and research agenda*, *Small Business Economics*, vol. 9, s. 179–194.
39. Cole, R., 2008, *What do we know about the capital structure of privately held Firms? Evidence from the surveys of small business finance*, Unpublished, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/8086/>, [dostęp: 28.11.2011].
40. Conner, K.R., 1988, *Strategies for Product Cannibalism*, *Strategic Management Journal*, vol. 9, Special Issue: Strategic Content Research, s. 9-26.
41. Constantinides, G.M., 1990, *Habit Formation: A Resolution of the Equity Premium Puzzle*, *Journal of Political Economy*, Vol. 98, , s. 519-543.
42. Core, J., Guay, W., Rusticus, T., 2005, *Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and analysts' expectations*, Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=533582>.
43. Cornelli, F., Oved, Y., 1998, *Stage Financing and the Role of Convertible Debt*, Working Paper, London Business School.
44. Czekaj, J., 2008, *Rynki, instrument i instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
45. Damodaran A., 2002, *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, John Wiley&Sons, NewYork.
46. Dembny, A., 2005, *Budowa portfeli ograniczonego ryzyka*, CeDeWu, Warszawa, s. 83-86.
47. Demetriades, P., Hussein, K., 1996, *Does Financial Development Cause Economic Growth?, Time Series Evidence from 16 Countries*, *Journal of Development Economics*, vol. 51, s. 387-411.
48. Demirguc-Kunt, A, Levine, R., 1995, *Stock, Markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview*, Working Paper, World Bank, No 1389.
49. Derrien, F., Keckes, A., 2007, *The Initial Public Offerings of Listed Firms*, *The Journal of Finance*, vol. LXII, No. 1.

50. Dhrymes, P.J., Friend, I., Gultekin, N.B., 1984, *A Critical Reexamination of the Empirical Evidence on the Arbitrage Pricing Theory*, Journal of Finance, Vol. 39, s. 323-346.
51. Dobija, D., Kołodkiewicz, I., 2011, *Ład korporacyjny*, Wolters Kluwers, Warszawa, s.16.
52. Doukas, J.A., Kim, C., Pantzalis, C., 2006, *Divergence of Opinion and Equity Returns*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 41, No. 3, s.573-606.
53. Duliniec, A., 2007, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 74.
54. Dykto, M., 2010, *Alternatywny system obrotu NewConnect i jego rola w finansowaniu spółek akcyjnych*, w: Mikołajczyk, B. (red.), *Acta Universitatis Lodzensis, Folia Oeconomica*, nr 233, s. 231.
55. Eisfeldt, A.L., 2004, *Endogenous Liquidity in Asset Markets*, The Journal of Finance, Vol. 59, No. 1, s. 1-30.
56. Ellul, A., Pagano, M., 2006, *IPO Underpricing and After-Market Liquidity*, The Review of Financial Studies, Vol. 19, No. 2, s. 381-421.
57. Elton, E.J., Gruber, M.J., Brown, S.J., 2007, *Modern portfolio theory and investment analysis*, John Wiley & Sons, s. 400.
58. Emory, J.D., 2002, *Discounts for Lack of Marketability, Emory Pre-IPO Discount Studies 1980-2000 as Adjusted October 10, 2002*, Business Valuation Review, vol. 21, No.4.
59. Fama, E., 1970, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, vol. 25, Issue 2, s. 383.
60. Fama, E.F., French, K.R., 1995, *Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns*, The Journal of Finance, Vol. 50, No. 1, s. 131-155.
61. Fama, E.F, French, K.R., 2002a, *The equity premium*, The Journal of Finance, Vol. 57, No. 2, s. 637-659.
62. Fama, E.F., French, K.R., 2002b, *Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*, The Review of Financial Studies, Vol. 15, No. 1, s. 1-33.

63. Fisman, R.J., Love, I, 2003, *Financial Development and Growth Revisited*, National Bureau d'Economi, Research Paper No. 9582.
64. Friedman, F.B., Grose, C., 2006, *Promoting Access to Primary Equity Markets A Legal and Regulatory Approach*, World Bank Policy Research, Working Paper 3892.
65. Gajdka, J., Walińska, E., 2000, *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa, s. 23.
66. Gelman, M., 1972, *An Economist Financial Analyst's Approach to Valuing Stock of a Closely Held Company*, Journal of Taxation, s. 353-354.
67. Georgen, M., Khurshed, A., McCahery, J.A., Renneboog, L., 2003, *The Rise and Fall of the European New Markets: on the Short and Long-run Performance of High-tech Initial Public Offerings*, Working Paper.
68. Giudici, G., Roosenboom, P., 2004a, Pricing Initial Public Offerings on Europe's New Stock Markets, w: Giudici, G., Roosenboom, P. (red.), *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, Advances in Financial Economics, Volume 10, s. 25-59.
69. Giudici, G., Roosenboom, P., 2004b, *The Long-Term Performance of Initial Public Offerings on Europe's New Stock Markets*, w: Giudici, G., Roosenboom, P. (red.), *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, Advances in Financial Economics, Volume 10, s. 329-354.
70. Giudici, G., Roosenboom, P. (red.), 2004c, *The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets*, Advances in Financial Economics, Volume 10.
71. Gompers, P., Ishnii, J., Metrick, A., 2003, *Corporate Governance and Equity Prices*, Quarterly Journal of Economics, s. 107-155.
72. Gompers, P., Lerner, J., 1997, *Risk and reward in private equity investments: The challenge of performance assessment*, Journal of Private Equity, vol. 1, No. 2, s. 5-12.
73. Gorynia M., 1999, *Przedsiębiorstwo w różnych ujęciach ekonomicznych*, Ekonomista 4/99.
74. Gradoń, W., 2008, *Rozwój alternatywnych systemów obrotu (ASO) na przykładzie rynku NewConnect*, w: Znaniecka K., Zieliński T. (red.), *Finanse wobec sfery realnej gospodarki*, Katowice, Tom I, s. 96.

75. Grinblatt, M., Hwang, C.Y., 1989, *Signalling and the Pricing of New Issues*, Journal of Finance, vol. 44, s. 393-420.
76. Grullon, G., Kanatas G., Weston, J.P., 2004, *Advertising, Breadth of Ownership, and Liquidity*, Review of Financial Studies, vol. 2, s. 439-461.
77. Gualandri, E., 2008, *Equity Gap and Innovative SMEs*, w: Gualandri, E., Venturelli, V., BRAGA, F. (red.) *Bridging the Equity Gap for Innovative SMEs*, Basingstoke: Palgrave Macmillan, s. 29-42.
78. Guenther, A.E., 1992, *The Pricing of Best Efforts New Issues*, Journal of Finance, vol. XLVII, No. 2.
79. Gulati, R., Higgins, M.C., 2003, *Which Ties Matter When The Contingent Effects of Interorganizational Partnerships on IPO Success*, Strategic Management Journal, Vol. 24, No. 2, s. 127-144.
80. Gurley, J., Shaw, E., 1955, *Financial Aspects of Economic Development*, American Economic Review, vol. 45.
81. Harrison, R.T., Mason, C.M., 1996, *Informal Venture Capital: Evaluating the Impact of Business Introduction Services*, Woodhead – Faulkner, s. 12-13.
82. Hellman, T., Puri, M., 2000, *The Interaction between product market and financing strategy: The role of Venture Capital*, The Review of Financial Studies, vol. 13, s. 959-984.
83. Henry, P.B., Lorentzen, P.L., 2003, *Domestic Capital Market Reform and Access to Global Finance: Making Markets Work*, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper 10064.
84. Hertzfel, M., Smith, R., 1993, *Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately*, Journal of Finance, 48, s. 459-485.
85. Hogan, T., Hutson, E., 2005, *Capital structure in new technology-based firms: Evidence from the Irish software sector*, Global Finance Journal, vol. 15, s. 369–387.
86. Holden, S., 2009, *The alternative investment market: the recession has forced many companies to consider delisting from Aim*, Financial Management, Chartered Institute of Management Accountants.

87. Holmstrom, B., Tirole, J., 1993, *Market liquidity and performance monitoring*, Journal of Political Economy, vol. 101, s. 678-709.
88. Houge, T., Loughran, T., Suchanek, G., Yan, X., 2001, *Divergence of Opinion, Uncertainty, and the Quality of Initial Public Offerings*, Financial Management, Vol. 30, No. 4, s. 5-23.
89. Ibbotson, R.G., 1975, *Price Performance of Common Stock New Issues*, Journal of Financial Economics, vol. 2, s. 235-272.
90. Ibbotson, R.G., 2011, *Market Results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1926-2010*, 2011 Valuation Yearbook, s. 27-30.
91. Ibbotson, R.G., Jaffe J.F., 1975, *Hot Issue Markets*, Journal of Finance, vol. 30, s. 1027-1042.
92. Ibbotson, R.G., Sindelar, J.L., Ritter, J.R., 1988, *Initial Public Offerings*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 1, s. 37-45.
93. Jain, B.A., Kini, O., 1995, *Venture Capitalist Participation and the Post-Issue Operating Performance of IPO Firms*, Managerial and Decision Economics, Vol. 16, No. 6, s. 593-606.
94. Jajuga, K., 1999, *Nowe tendencje w zarządzaniu ryzykiem finansowym*, Rynek Terminowy, nr 3/1999, s. 62-66.
95. Jajuga, K., Jajuga, T., 1999, *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 102.
96. Jajuga, K., Kuziak, K., Papla, D., 2000, *Ryzyko rynkowe polskiego rynku akcji – Value at risk i inne metody pomiaru*, w: Tarczyński, W. (red.), *Rynek kapitałowy, Skuteczne inwestowanie*, Szczecin, s. 49-50.
97. Jajuga, K., 2009, *Rynek wtórny papierów wartościowych*, Anatomia Sukcesu. Instytucje i zasady funkcjonowania rynku kapitałowego, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa, s. 5.
98. Jansen, M.C., Meckling, W.H., 1976, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, vol. 3, 4, s. 305-360.

99. Januszkiewicz, W. (red.), 1991, *Giędy w gospodarce światowej*, PWE, Warszawa, s. 120.
100. Jedynak, P., 1999, *Polityka ubezpieczeń w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków, s. 14.
101. Jenkinson, T. and Ramadorai, T., 2010, *Does one size fit all? The consequences of switching markets with different regulatory standards*, Oxford University.
102. Jensen, M.C., 2001, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 14, No. 3, s. 8-21.
103. Jorion, P., 2007, *Financial Risk Manager, Global Association of Risk Professionals*, Wiley Finance, s. 241.
104. Jung, W.S., 1986, *Financial Development and Economic Growth: International Evidence*, *Economic Development and Cultural Change*, vol. 34, s. 333-346.
105. Kall, J., Hajdas, M., 2010, *Zarządzanie portfelem marek*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa, s. 94.
106. Keasey, K., Short, H., Wright, M., 2005, *The Development of Corporate Governance Codes in the UK*, w: Keasey, K., Thompson, S., Wright, M. (eds), *Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons*, s. 21-44.
107. Keckes, A., 2007, *Why do firms going public raise too much financing?*, SSRN, Working paper, s. 27.
108. Kieso, D.E., Weygandt, J.J., Warfield, T.D., 2007, *Intermediate Accounting*, John Wiley & Sons, 12th edition.
109. Kim, C., Morley, J.C., Nelson, C.R., 2004, *Is there a positive relationship between stock market volatility and the equity premium?*, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 36, No. 3, Part 1, s. 339-360.
110. Klapper, L.F., Sarria-Allende, V., Zaidi, R., 2006, *A Firm-Level Analysis of Small and Medium Size Enterprise Financing in Poland*, World Bank Policy Research Working Paper 3984.
111. Kordela, D., 2010, *AIM – Europejski model alternatywnego rynku papierów wartościowych*, Strategie zarządzania mikro i małymi przedsiębiorstwami,

- Ekonomiczne problemy usług nr 50, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 585.
112. Kornasiewicz, A, 2004, *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa, s. 76.
 113. Krawczyk, M., Mikołajczyk, B., 2007, *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa, s. 32-33.
 114. Krupa, M., 2002, *Ryzyko i niepewność w zarządzaniu firmą*, Kraków-Kluczbork, s. 18.
 115. Kubiak, J., 2010, *Utility of pecking order theory in explaining SME capital structure*, w: Frąckowiak, W., Kochalski, C. (red.), *Modern managerial finance. New trends and research areas*, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań, s. 45.
 116. Kucharek, D., 2010, *Wpływ prywatyzacji na rozwój giełd papierów wartościowych w Europie Centralnej*, w: Woźniak M.G. (red.), *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy*, Zeszyt nr 17, Rzeszów, s. 354.
 117. Kuipers, E., 2002, *Results of the Survey Conducted among NeBIB Investors in the Framework of Erick Kuipers*, Survey on Bottlenecks.
 118. Kulpaka, P., 2007, *Giełdy w gospodarce*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne PWN, Warszawa.
 119. Kumar, A., 2009, *Who Gambles in the Stock Market?*, The Journal of Finance, vol. LXIV, No. 4, s. 1889-1933.
 120. Leitterstorf, S., Nicoletti, P., Winkler, C., 2008, *The UK Listing Rules and Firm Valuation*, FSA Occasional Paper Series, vol. 28.
 121. Lisowska, B., 2007, *Bariery rozwoju sektora MSP na terenach marginalizowanych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw, Szczecin, s. 63.
 122. Ljungqvist, A., Wilhelm, W.J., 2003, *IPO Pricing in the Dot-Com Bubble*, The Journal of Finance, vol. 58, No. 2, s. 723-752.
 123. Logue, D., 1973, *On the Pricing of Unseasoned Equity Issues, 1965-69*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 8, s. 91-104.
 124. Longstaff, F.A., 1995, *How Much Can Marketability Affect Security Values?*, The Journal of Finance, vol. L, No. 5, s.1767-1774.

125. Loughran, T., Ritter, J.R., 1995, *The New Issues Puzzle*, Journal of Finance, vol. 50, No. 1, s. 23-51.
126. Loughran, T., Ritter, J.R., 1997, *The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings*, The Journal of Finance, Vol. 52, No. 5, s. 1823-1850.
127. Loughran, T., Ritter, J.R., 2004, *Why Has IPO Underpricing Changed over Time?*, Financial Management, Vol. 33, No. 3, s. 5-37.
128. Loughran, T., Ritter, J.R., Rydqvist, K., 1994, *Initial public offerings: International insights*, Pacific-Basin Finance Journal, vol. 2, s. 165-199.
129. Lowry, M., Schwert, W., 2002, *IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?*, The Journal of Finance, vol. LVII, No. 3, s. 1171-1200.
130. Luenberger, D.G., 2003, *Teoria inwestycji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 260-268.
131. Maher, M.J., 1976, *Discounts for Lack-of-marketability for Closely Held Business Interests*, Taxes, s. 562-71.
132. Mallin, C., Ow-Yong, K., 2009, *Corporate Governance in Alternative Investment Market (AIM) Companies: Determinants of Corporate Governance Disclosure*, Working Paper, Singapore, <http://ssrn.com/abstract=1326627>.
133. Małecki, W. (red.), 2007, *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, Vizja Press & IT, Warszawa, s. 47.
134. Mathonet, P., Meyer, T., 2009, *J Curve exposure: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*, Wiley Finance, s. 27.
135. Matusiak, K.B., Mażewska, M., 2004, *Wspieranie małej i średniej przedsiębiorczości w świetle ustawy o promocji zatrudnienia i instytucjach rynku pracy*, Ministerstwo Gospodarki i Pracy, Warszawa.
136. Mauer, D.C., Senbet, L.W., 1992, *The Effect of the Secondary Market on the Pricing of Initial Public Offerings: Theory and Evidence*, Journal of Financial and Quantitative Analyses, vol. 27, No 1.
137. Mehra, R., 2003, *The Equity Premium: Why Is It a Puzzle?*, Financial Analysts Journal, Vol. 59, No. 1, s. 54-69.

138. Mendoza, J.M., 2008, *Securities regulation in low-tier listing venues: the rise of the alternative investment market*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. 3, No. 2, s. 327-328.
139. Merton, R.C., 1987, *A simple model of capital market equilibrium with incomplete information*, Journal of Finance, vol. 42, s. 483-510.
140. Metrick, A., 2007, *Venture Capital and the Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, s. 16.
141. Mikołajczak, B., 2008, *Mikrokredyty nowym instrumentem wsparcia europejskich MSP*, w: Zarzecki, D. (red.), *Zarządzanie finansami. Finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw*, Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia nr 13., Uniwersytet Szczeciński, s. 192.
142. Mikołajczyk, B., Krawczyk, M., 2006, *Komplementarność i substytucyjność aniołów biznesu i operatorów venture capital*, Bank i Kredyt, s. 53-61.
143. Mikołajczyk, B, Kurczewska, A., 2010, *Rynek NewConnect w Polsce na tle rynków alternatywnych w Europie*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse”, vol. 6, nr 3.
144. Mikołajewicz G., 2010, *The Initial Public Offerings (IPO) on the Warsaw Stock Exchange in the years 2006, 2007. The issue costs and the value of the discount rate for lack of marketability (DLOM)*, w: Frąckowiak, W., Kochalski, C. (red.), *Modern Managerial Finance*, Poznan University of Economics, s. 92-93.
145. Miller, E.M., 1977, *Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion*, Journal of Finance vol. 32, s. 1151-1168.
146. Moroney, R.E., 1993, *Most Courts Overvalue Closely Held Stocks*, Taxes, s. 144-154.
147. Myers, S.C., 2001, *Capital Structure*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2, s. 81-102.
148. Myers, S.C, Majluf, N.J., 1984, *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have*, Journal of Financial Economics, vol. 13, s. 187-221.
149. Nowak E., *The Expiration of Mandatory and Voluntary IPO Lock-Up Provisions – Empirical Evidence from Germany’s Neuer Markt*, w: Guidici G., Roosenboom P.

- (red.), *The Rise and fall of europe's new stock markets*, *Advances in financial economics*, vol. 10, s. 181-200.
150. Ofek, E., Richardson, M., 2003, *DotCom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices*, *The Journal of Finance*, vol. LVIII, No. 3, s. 1113-1135.
151. Osińska, M., 2006, *Ekonometria finansowa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 30.
152. Osiński, J., Tymoczko, D. (red.), 2006, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2005 roku*, Narodowy Bank Polski, Warszawa, s. 345.
153. Pagano, M., 1993, *The flotation of companies on the stock market: A coordination failure model*, *European Economic Review*, vol. 37, s. 1101-1125.
154. Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L., 1998, *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 1, s. 27-64.
155. Pagano, M., Roell, A., 1998, *The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring and the decision to go public*, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, Issue: 1, MIT Press, s. 187-225.
156. Pauka, M., 2010, *Alternatywny system obrotu giełdowego jako innowacyjna forma pozyskiwania kapitału przez małe i średnie spółki*, w: Mikołajczyk, B. (red.), *Acta Universitatis Lodzensis, Folia Oeconomica*, nr 233, s. 325.
157. Pietrzak, M., 2005, *Anioły lubią inwestować*, *Businessman*, nr 1 (166).
158. Piotrowski, S., 2011, *Venture Capital jako forma finansowania MŚP w polityce wspierania innowacji UE*, rozprawa doktorska, Uniwersytet Ekonomiczny, Poznań, www.wbc.poznan.pl/Content/200083, [dostęp: 03.04.2012], s. 206.
159. Preston, S.L., 2004, *Angel Investment Group, Networks and Funds: A Guidebook to Developing the Right Angel Organization to Your Community*, Kaufmann Foundation, s. 8.
160. Proniewski, M., Niedźwiecki, A., 2009, *Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie – ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok, s. 140.
161. Przybylska-Kapuścińska, W., Mozalewski, M., 2011, *Kapitał wysokiego ryzyka*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 40-41.

162. Pyka, A., 2008, *Przyszłość rynku NewConnect w aspekcie przesłanek jego utworzenia i niestabilności rynku giełdowego*, w: Znaniecka, K., Zieliński, T. (red), *Finanse wobec sfery realnej gospodarki*, Katowice, s. 81.
163. Rajan, R.G., 1992, *Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt*, *Journal of Finance* 47, s. 1367-1400.
164. Rappaport, A., 1999, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG PRESS, Warszawa, s. 148.
165. Repullo, R., Suarez, J., 2000, *Entrepreneurial moral hazard and bank monitoring: A model of the credit channel*, *European Economic Review*, Elsevier, vol. 44, No. 10, s. 1931-1950.
166. Rioja, F., Valev, N., 2004, *Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development*, *Economic Inquiry*, vol. 42, s. 27-40.
167. Ritter, J.R., 1980, *The 'Hot Issue Market' of 1980*, *Journal of Business*, vol. 57, s. 215-239.
168. Ritter, J.R., 1991, *The long-run performance of initial public offerings*, *Journal of Finance* 46, s. 3-27.
169. Ritter, J.R., 1998, *Initial Public Offerings*, *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2, No. 1, s. 5-30.
170. Ritter, J.R., 2011, *Initial Public Offerings: VC-backed IPO Statistics Through 2011*, <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>, [dostęp: 25.01.2011].
171. Rock, K., 1986, *Why New Issues are Underpriced*, *Journal of Financial Economics*, vol. 15, s. 187-212.
172. Roll, R., 1977, *A Critique of the Asset Pricing Theory's Test; Part 1: On Past and Potential Testability of the Theory*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 4, , s. 129-176.
173. Scherbina, A., 2001, *Stock Prices and Differences of Opinion: Empirical Evidence That Prices Reflect Optimism*, Northwestern University Working Paper.
174. Schlitt, M., Schafer, S., 2006, *Der neue Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse*, *Die Aktiengesellschaft*, No. 5, s. 148.

175. Serafie, H. i Shahid, A., 2002, *World Stock Exchanges are integrating /consolidating /merging: what could be done by Arab Exchanges?*, Cairo & Alexandria Stock Exchanges, Published Working Paper Series No. 2.
176. Sharpe, W. F., 1963, *A Simplified Model for Portfolio Analysis*, Management Science, Vol. 9, s. 277-293.
177. Sharpe, W.F., Alexander, G.J., Bailey, J.V., 1995, *Investments*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, s.1021.
178. Shiller, R.J., 1990, *Speculative Prices and Popular Models*, The Journal of Economic Perspectives, vol. 4, No. 2, s. 55-65.
179. Shleiffer, A., Vishny, R., 1996, *A Survey of Corporate Governance*, NBER Working Paper.
180. Sierpińska A., Sierpińska M., 2007, *Newconnect jako źródło pozyskania kapitału dla małych podmiotów gospodarczych*, w: Weiss, E., Godlewska, M. (red.), *Nowe trendy i wyzwania w zarządzaniu*, Warszawa, Vizja Press&IT, s. 89.
181. Sierpińska, A., Sierpińska, M., 2009, *Analiza porównawcza alternatywnych systemów obrotu giełdowego*, w: Szczepankowski, P. (red.), *Zarządzanie finansami we współczesnych przedsiębiorstwach*, Vizja Press&IT, Tom II, Warszawa.
182. Sierpińska, M., Szczepankowski, P., 2008, *Badanie koniunktury spółek rynku NewConnect. Metodologia i próbna weryfikacja proponowanych modeli*, *Badania Operacyjne i Decyzje*, nr 3, s. 89-105.
183. Siwek, P., 2004, *Pierwsze oferty publiczne akcji w Polsce w świetle hipotezy o rynku efektywnym*, praca doktorska, Akademia Ekonomiczna, Poznań, [maszynopis niepublikowany].
184. Skowronek-Mielczarek, A., 2003, *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H. Beck, Warszawa, s. 40.
185. Sobańska, K., Sieradzan, P., 2004, *Inwestycje Private Equity/Venture Capital*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa, s. 18.
186. Socha, J., 1998, *Rynek, Giełda, Inwestycje*, Olympus, Warszawa, s. 131.
187. Sogorb-Mira, F., 2001, *On capital structure in the Small and Medium Enterprises: the Spanish case*, SSRN, www.ssrn.com, [dostęp: 29.11.2011].

188. Soroczyński, S., Stachowicz, J., 1994, *Kontrakty futures i opcje*, Zakamycze, Kraków, s. 11.
189. Stradomski, M., 2006, *Innowacje finansowe w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Poznań, s. 9.
190. Stradomski, M., 2010, *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa, s. 77-78.
191. Stradomski, M., Zawadka, D., 2012, *Rodzinne fundusze podwyższonego ryzyka – Family Venture Capital, Zarządzanie Finansami Firm - Teoria i Praktyka – Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu*, w druku.
192. Stradomski, M., Zawadka, D., 2012, *Determinanty upublicznienia przedsiębiorstw w ramach alternatywnych systemów obrotu. Analiza debiutów*, w druku.
193. Sukacz, D., 2005, *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, CeDeWu, Warszawa, s. 125-133.
194. Szablewski, A., Tuzimek, R. (red.), 2007, *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa, s. 31.
195. Szczepankowski, P., 2008, *Funkcjonowanie i rozwój rynku alternatywnego systemu obrotu na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, w: Antkiewicz, S., Kalinowski, M. (red.), *Innowacje Finansowe*, CeDeWu, Warszawa.
196. Szczepankowski, P., 2010, *Efektywność wzrostu i rozwoju spółek rynku NewConnect w ujęciu sektorowym*, Współczesna ekonomia, nr 1/2010(13), s. 79-96.
197. Szyszka, A., 2003, *Efektywność giełdy papierów wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań, s. 11.
198. Świdarska, J., 2008, *Quasi-fundusze venture capital. Publiczne wsparcie innowacyjnych MSP*, Difin, Warszawa, s. 40.
199. Tinic, S.M., 1988, *Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock*, Journal of Finance, vol. 43, s. 789-822.
200. Tokaj-Krzewska, A., Żołnierski, A. (red.), 2004, *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2002-2003*, PARP, Warszawa, s. 28.
201. Trout, R.R., 2003, *Minimum Marketability Discounts*, Business Valuation Review, s. 124-126.

202. Tyebjee, T.T., Bruno, A.V., 1984, *A Model of Venture Capitalist Investment Activity*, Management Science, Vol. 30, No. 9.
203. Underwood, T., 2006, *Overview of the Microcredit Sector In Europe 2004-2005*, European Microfinance Network, Working Paper, s. 41.
204. Venturelli, V., 2008, *Access to Finance of Innovative Smes*, w: Gualandri, E., Venturelli, V., Braga, F. (red.), *Bridging the Equity Gap for Innovative Smes*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
205. Vismara, S., Paleari, S., Ritter, J.R., 2012, *Europe's Second Markets for Small Companies*, European Financial Management, doi: 10.1111/j.1468-036X.2012.00641.x
206. Wajda, P., 2011, *Efektywność informacyjna rynku giełdowego*, Lex, Warszawa, s. 90.
207. Welch, I., 1989, *Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings*, Journal of Finance, vol. 44, s. 421-449.
208. Węclawski, J., 1997, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa, s. 17.
209. Węclawski, J., 2002, *Nieformalni inwestorzy kapitału w innowacyjnych przedsiębiorstwach*, w: Zaniecka, K. (red.), *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyzwań współczesności*, Katowice, s. 296.
210. Wilmańska, A. (red.), 2010, *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2008-2009*, PARP, Warszawa, s. 58.
211. Wrzesiński, M., 2004, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa, s. 31-32.
212. Zaremba, A., Zawadka, D., 2010, *Rozpiętość widełek cenowych. Pierwszy krok do niedowartościowania IPO*, w: Grzywacz, J., Kowalski, S. (red.), *Rozwój przedsiębiorczości w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo PWSZ, Płock, s. 415-426.
213. Zawadka, D., 2012, *Aktywność funduszy Venture Capital w ramach alternatywnych systemów obrotu*, (w druku).
214. Zeckhauser, R., Keeler, E., 1970, *Another Type of Risk Aversion*, Econometrica, Vol. 38, No. 5.
215. Zimny, A., 2004, *Europejskie rynki pozagiełdowe*, w: Mikołajczyk, B. (red.), *Acta Universitatis Lodzensis, Folia Oeconomica nr 176*, s. 146.

216. Zingales, L., 1995, *Insider ownership and the decision to go public*, The Review of Economic Studies, vol. 62, s. 425-448.
217. Żołnierski, A. (red.), 2009, *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2007-2008*, PARP, Warszawa, s. 15.

Akty prawne

1. Dobre Praktyki Spółek Notowanych na NewConnect, 2008, Załącznik Nr 1 do Uchwały Nr 795/2008 Zarządu Giełdy z dnia 31 października 2008 r.
2. 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.
3. Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy.
4. Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu, 2011, stan na dzień 31.12.2011, wg stanu prawnego na dzień 19 lipca 2011 roku.
5. Rozporządzenie Komisji (WE) NR 364/2004, z dnia 25 lutego 2004 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 70/2001 i rozszerzające jego zakres w celu włączenia pomocy dla badań i rozwoju, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej 10.03.2005 PL.
6. Rozporządzenie Komisji (WE) NR 1287/2006 z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów.
7. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 1994 nr 121 poz. 591.
8. Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, wraz z późniejszymi zmianami, Dz.U. 1997 nr 139 poz. 934.

9. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi z późniejszymi zmianami, Dz.U. 2005 Nr 183 poz. 1538.
10. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, wraz z późniejszymi zmianami, Dz.U. 2005 Nr 184 poz. 1539.

Materiały z witryn internetowych

1. Alternext, 2011, *Alternext Rules. MTF organized by Euronext Amsterdam*, s. 9. https://europeanequities.nyx.com/sites/europeanequities.nyx.com/files/nyse_alternext_amsterdam_reglementen.pdf, [dostęp: 21.03.2011].
2. Bourse de Luxembourg, 2011, *Fact Book 2011*, http://www.bourse.lu/application?_flowId=PageStatiqueFlow&content=services/statistiques/Statistiques.jsp, [dostęp: 10.01.2012].
3. Deutsche Börse, 2009, *Entry Standard. Tailor-Made Capital Market Access for Small and Medium-Sized Companies*, http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/entry_standard_broschuere.pdf, [dostęp: 20.11.2011].
4. Jagiełło, Ł., 2007, *Założenia dotyczące Alternatywnego Systemu Obrotu GPW (ASO)*, GPW, Warszawa, www.newconnect.pl, [dostęp: 19.01.2012].
5. Komisja Nadzoru Finansowego, 2011, *Słownik rynku finansowego*, www.knf.gov.pl/slownik.html, [dostęp: 20.12.2011].
6. Krasuski, K., 2012, *GoAdvisers ukarany za Avtech*, Gazeta Giełdy Parkiet wydanie elektroniczne, <http://www.parkiet.com/artykul/1175222.html>, [dostęp: 03.01.2012].
7. Krasuski, K., 2012, *Wyniki GPW lepsze o 42 proc.*, Gazeta Giełdy Parkiet wydanie elektroniczne, <http://www.parkiet.com/artykul/10,1212781-GPW-poprawia-wyniki-o-42-proc-.html>, [dostęp: 14.03.2012].
8. Kucharczyk, K., Szurek, A., Sawicki, B., Krawczyk, S., 2010, *Już ponad połowa firm z NewConnect przynosi zysk*, Gazeta Giełdy Parkiet wydanie elektroniczne, <http://www.parkiet.com/artykul/960418.html>, [dostęp: 21.08.2010].
9. Larcker, D., Richardson, S., Tuna, I., 2005, *Ratings adds fire to the governance debate*, Financial Times, [dostęp: 20.05.2011].

10. Latek, K., 2010, Fundusze pobuszują na NewConnect, eBiuletyn NewConnect 25/2010, www.ncbiuletyn.pl, [dostęp: 05.12.2011].
11. Lea, R., Nabarro Wells censured by LSE over listing, [Thisismoney.co.uk](http://www.thisismoney.co.uk/money/markets/article-1615177/Nabarro-Wells-censured-by-LSE-over-listing.html), <http://www.thisismoney.co.uk/money/markets/article-1615177/Nabarro-Wells-censured-by-LSE-over-listing.html>, [dostęp: 29.10.2007].
12. London Stock Exchange, 2009, *A guide to aim UK tax benefits*, <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim-tax-benefits.pdf>, s. 4.
13. Makowska, P., 2011, *Firmy szturmują rynek NewConnect*, Gazeta Giełdy Parkiet wydanie elektroniczne, <http://www.parkiet.com/artykul/1089346.html?print=tak&p=0>, [dostęp:29.08.2011].
14. Naacke, G., Gallai, L., 2011, *WFE 2010 domestic market segmentation survey*, World Federation of Exchanges, <http://www.world-exchanges.org/focus/2011-12/m-3-1.php>, [dostęp: 12.12.2011].
15. Nasdaq OMX Nordic, 2011, *About us*, http://www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/about_us/, [dostęp:28.11.2011].
16. NewConnect, 2011a, O rynku, http://newconnect.pl/index.php?page=o_ryнку, [dostęp: 14.12.2011].
17. NewConnect, 2011b, Przewodnik dla spółek, http://newconnect.pl/przewodnik_dla_spolek!/start_new.html, [dostęp: 14.12.2011].
18. NewConnect, 2012, Statystyki roczne, www.newconnect.pl, [dostęp: 18.02.2012].
19. PARP, 2006, *Nowa definicja MŚP*, <http://www.parp.gov.pl/files/74/87/1155.pdf>, [dostęp: 15.02.2012].
20. Tokyo AIM, 2011, *What is Tokyo AIM?*, <http://www.tokyo-aim.com/english/about.html>, [dostęp: 15.12.2011].
21. Treanor, J., 2011, *City hits out over US 'casino' jibe at Aim*, [The Guardian, Business.guardian.co.uk.](http://www.guardian.co.uk/business), [dostęp: 20.11.2011].

Artykuły z gazet

1. Kopier, A., 2008, *Jakimi motywami kierują się spółki wybierające NewConnect i jakie korzyści odnoszą*, Gazeta Giełdy Parkiet, z dnia 21.02.2008, s. A 04-A 05.
2. Baker Tilly, 2005, *Taking AIM: Annual Survey 2005*, Baker Tilly, 10th edition.
3. Bednarz, E., 2011, *Fundusze nie unikają NewConnect*, Puls Biznesu, wydanie elektroniczne, z dnia 03.11.2011, [dostęp: 03.11.2011].

Inne publikacje

1. EVCA, 2011, *Yearbook 2011*, European Private Equity and Venture Capital Association, Brussels.
2. FESE, 2008, *Alternative Markets/Segments in Equity Analysis*, FESE Economics and Statistics Committee, Brussels.
3. Fundacja FOR, PriceWaterhouseCoopers, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, 2008, *Giełda a Rozwój*, Warszawa, s. 31-36.
4. GPW, 2011, *Rocznik giełdowy 2011. Dane statystyczne za 2010 rok*, Warszawa.
5. GPW, 2011, *Rocznik giełdowy 2012. Dane statystyczne za 2011 rok*, Warszawa.
6. GrantThorton, 2008, *Global growth markets: the changing face of world finance*, Capital Markets Guide, London, s. 3.
7. GrantThorton, 2010, *Economic impact of AIM and the role of fiscal incentives*, London.
8. GUS, 2010a, *Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2008 roku*, Warszawa.
9. GUS, 2010b, *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2004-2008*, Warszawa.
10. HM Treasury, 2003, *Bridging the finance gap: next steps in improving access to growth capital for small businesses*, London.
11. Komisja Europejska, 2011, *Zielona Księga. Unijne ramy ładu korporacyjnego*, Bruksela.
12. London Stock Exchange, 2007, *A Guide to Capital Markets*, London.
13. London Stock Exchange, 2010, *Inside AIM, London Stock Exchange, Issue 2*, London.

14. Ministerstwo Finansów, 2004, *Strategia rozwoju rynku kapitałowego „Agenda Warsaw City 2010”*, Warszawa, s. 53.
15. Ministerstwo Gospodarki, 2008, *Przedsiębiorczość w Polsce*, Warszawa.
16. Ministerstwo Gospodarki, 2010, *Polska 2010. Raport o stanie gospodarki*, Warszawa, s. 189.
17. Ministerstwo Skarbu Państwa, 2008, *Podsumowanie strategii pierwszego etapu prywatyzacji Giełdy papierów Wartościowych w Warszawie S.A.*, Dokument dla członków Komisji Skarbu Państwa Sejmu, Warszawa.
18. PriceWaterhouseCoopers, 2008, *Corporate Governance and AIM. An assessment of the governance procedures adopted by AIM companies*, London.
19. PriceWaterhouseCoopers, 2011, *IPO Watch Europe 2010*.
20. PriceWaterhouseCoopers, 2012, *IPO Watch Europe 2011*.
21. Pro Inno Europe, 2010, *Inno-Metrics, European Innovation Scoreboard 2009. Comparative analysis of innovation performance*, Brussels.
22. SQW Consulting, 2009, *The Supply of Equity Finance to SMEs: Revisiting the ‘Equity Gap’*, Department for Business Innovation & Skills.
23. Tamowicz, P., 2007, *Zapotrzebowanie mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) na finansowanie kapitałem private equity/venture capital (PE/VC)*, Raport przygotowany na zlecenie Departamentu Instrumentów Wsparcia Ministerstwa Gospodarki, Gdańsk.
24. World Federation of Exchanges, 2011, *2011 WFE Market Highlights*, World Federation of Exchanges, Paris.

Strony internetowe

1. www.athex.gr
2. www.boerse-frankfurt.com/entry-standard
3. www.bolsasymercados.es/mab
4. www.bolsasymercados.es/mab/ing/marcos.htm
5. www.bourse.lu
6. www.bsse.sk

7. www.cse.com.cy/NEA/Main/
8. www.en.wienerbourse.at/listing/aktien/zulassung/
9. www.euronext.com/alternext/landing/landing-4342-EN.html
10. www.euronext.com/landing/equitiesOP-21363-EN.html
11. www.firstnorthbaltic.omxgroup.com/
12. www.ise.ie
13. www.ise.ie/Equity-Issuers/Enterprise-Securities-Market/
14. www.londonstockexchange.com
15. www.newconnect.pl
16. www.osloaxess.no
17. www.swx.com/admission/listing/segments_en.html
18. www.tuvl.ljse.si

SPIS RYSUNKÓW

Rysunek 1. Średnia kapitalizacja przedsiębiorstwa notowanego na wybranych alternatywnych systemach obrotu w mln USD	14
Rysunek 2. Liczba emitentów w ramach głównych sektorów na rynku AIM	17
Rysunek 3. Struktura IPO na giełdach kapitałowych we Francji, Niemczech, Włoszech i Wielkiej Brytanii w latach 1995-2009	27
Rysunek 4. Liczba spółek notowanych na AIM i wartość pozyskanego kapitału w drodze nowej emisji w latach 1995 – 2011	32
Rysunek 5. Liczba debiutów w ramach wybranych europejskich ASO w latach 2005 – 2011	33
Rysunek 6. Odsetek firm publikujących raport wypełniania rekomendowanych zasad ładu korporacyjnego na rynku AIM	40
Rysunek 7. Utworzenie rynku NewConnect na tle europejskiego trendu w tworzeniu ASO	46
Rysunek 8. Korzyści z regulacji v. natężenie regulacji.....	63
Rysunek 9. Formy efektywności rynków finansowych	66
Rysunek 10. Podstawowe grupy interesariuszy alternatywnych systemów obrotu	70
Rysunek 11. Wielkość przedsiębiorstwa i poziom regulacji a rynki warszawskiej giełdy	74
Rysunek 12. Rynki Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie	77
Rysunek 13. Struktura organizacyjna GPW S.A. na dzień 1 stycznia 2011 roku.....	78
Rysunek 14. Uczestnicy rynku giełdowego w Polsce	82
Rysunek 15. Udział giełd regionu Europy Środkowej i Wschodniej w obrotach akcjami	93
Rysunek 16. Kapitalizacja giełd region Europy Środkowej i Wschodniej w mld EUR. Stan na koniec 2011 roku	94
Rysunek 17. Debiuty na europejskich giełdach kapitałowych.....	101
Rysunek 18. Struktura przychodów ze sprzedaży (w mln PLN) Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle obrotów akcjami (w mld PLN)	105
Rysunek 19. Kapitalizacja rynku NewConnect w latach 2007-2011	108

Rysunek 20. Obroty sesyjne na NewConnect w ujęciu miesięcznym w latach 2007-2011...	109
Rysunek 21. Giełdy na świecie o najwyższej dynamice liczby debiutów	109
Rysunek 22. Giełdy na świecie o najwyższej dynamice wartości obrotów sesyjnych	110
Rysunek 23. Struktura udziału w obrotach na rynku NewConnect w latach 2007-2011.....	112
Rysunek 24. Struktura krajowych instytucji w 2010 roku na rynku NewConnect.....	113
Rysunek 25. Aktywność brokerów zagranicznych w 2010 roku na rynku NewConnect.....	113
Rysunek 26. Średnia wartość transakcji na rynku NewConnect w tys. PLN.....	115
Rysunek 27. Transakcje pakietowe na rynku NewConnect (w tys. PLN).....	116
Rysunek 28. Liczba debiutów przedsiębiorstw wspieranych przez fundusze podwyższonego ryzyka na rynku NewConnect	119
Rysunek 29. Oczekiwana relacja zysku i ryzyka dla podstawowych instrumentów rynku kapitałowego	121
Rysunek 30. Stopy zwrotu z akcji debiutantów giełdowych w średnim i długim terminie ...	126
Rysunek 31. Stopy zwrotu w pierwszym dniu notowań na rynku NewConnect w latach 2007-2011.....	130
Rysunek 32. Historyczne notowania indeksu NCindex na tle wystandaryzowanego indeksu WIG.....	137
Rysunek 33. Udział obrotów na rynku NewConnect w obrotach akcjami na rynku regulowanym GPW	142
Rysunek 34. Rozkład dziennych stóp zwrotu indeksów NCindex i WIG w okresie 31.08.2007 – 31.12.2011	144
Rysunek 35. Nowo powstałe przedsiębiorstwa w 2008 roku a sektor działalności.....	150
Rysunek 36. Tworzenie wartości dodanej dla akcjonariuszy	153
Rysunek 37. Fazy rynkowego cyklu życia przedsiębiorstwa.....	155
Rysunek 38. Metody pozyskiwania kapitału.....	167
Rysunek 39. Luka kapitałowa w przedsiębiorstwie oraz jej finansowanie.....	168
Rysunek 40. Proces podejmowania decyzji inwestycyjnych przez Venture Capital.....	172

Rysunek 41. Porównanie dynamiki przychodów przedsiębiorstw notowanych na AIM i pozostałych.....	175
Rysunek 42. Wskaźnik NCGIndicator	176
Rysunek 43. Skumulowane stopy zwrotu od dnia debiutu na rynku AIM	196
Rysunek 44. Liczba emitentów na wybranych ASO w pierwszych latach funkcjonowania poszczególnych rynków	199
Rysunek 45. Scenariusze rozwoju rynku NewConnect	200
Rysunek 46. ASO ich interakcja z innymi instytucjami rynku kapitałowego	206

SPIS TABEL

Tabela 1. Udział publicznych mikroprzedsiębiorstw w podmiotach notowanych w 2010 roku.....	14
Tabela 2. Operatorzy First North w różnych krajach.....	20
Tabela 3. Kapitał zainwestowany w Polsce poprzez rynek NewConnect na tle inwestycji funduszy podwyższonego ryzyka jako procent PKB.	29
Tabela 4. Wielkość wybranych europejskich alternatywnych systemów obrotu.....	30
Tabela 5. Debiuty na europejskich alternatywnych rynkach	31
Tabela 6. Badania zależności poziomu ładu korporacyjnego i wyceny rynkowej spółek publicznych	37
Tabela 7. Ład korporacyjny na alternatywnych systemach obrotu	38
Tabela 8. Wybrane różnice zasad ładu korporacyjnego funkcjonujących na rynku regulowanym GPW w Warszawie i na rynku NewConnect	41
Tabela 9. Występowanie dobrych praktyk doradców na ASO	44
Tabela 10. Warunki dopuszczenia do obrotu w ramach wybranych europejskich alternatywnych systemów obrotu	50
Tabela 11. Wymogi dopuszczenia do obrotu w ramach AIM I regulowanego rynku London Stock Exchange.....	51
Tabela 12. Wymogi dopuszczenia do obrotu w ramach NewConnect i regulowanego rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.....	52
Tabela 13. Emisja prywatna v. emisja publiczna na rynku NewConnect	55
Tabela 14. Obowiązkowe publikowanie sprawozdań finansowych na NewConnect i rynku regulowanym GPW S.A.....	60
Tabela 15. Założenie teorii rynków efektywnych a praktyka alternatywnego systemu obrotu na przykładzie rynku NewConnect.	68
Tabela 16. Oferta produktowa NYSE Euronext.....	73
Tabela 17. Harmonogram sesji ciągłej NewConnect w systemie notowań kierowanych zleceniami.....	85

Tabela 18. Pochodzenie zagranicznych emitentów na rynku NewConnect.....	86
Tabela 19. Struktura geograficzna emitentów na rynku NewConnect.....	87
Tabela 20. Struktura branżowa spółek notowanych w ramach NewConnect	88
Tabela 21. Wielkość podmiotów notowanych na rynku NewConnect	88
Tabela 22. Zagraniczni emitenci na NewConnect	91
Tabela 23. Rynek IPO na wybranych europejskich giełdach w latach 2011-2010.....	92
Tabela 24. Oferty na rynku alternatywnym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie	92
Tabela 25. Wymogi dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym GPW w Warszawie	97
Tabela 26. Migracja z rynku NewConnect na rynek regulowany GPW	97
Tabela 27. Zmiana rynku notowań z alternatywnego na regulowany na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	98
Tabela 28. Skala rynków alternatywnych na tle rodzimych rynków regulowanych na koniec 2011 roku	100
Tabela 29. Liczba debiutów i ofert na NewConnect w latach 2007-2011	101
Tabela 30. Średnie roczne wielkości ofert na warszawskim rynku alternatywnym i rynku regulowanym w latach 2007-2010 (w mln zł)	103
Tabela 31. Przyczyny migracji emitentów między rynkami regulowanymi i alternatywnymi.....	104
Tabela 32. Przychody operatora z obsługi emitentów na rynku NewConnect	105
Tabela 33. Wybrane dane finansowe GPW S.A. w mln PLN.....	106
Tabela 34. Podstawowe dane dotyczące wielkości rynku NewConnect w latach 2007-2011.....	107
Tabela 35. Liczba spółek notowanych na rynku NewConnect	107
Tabela 36. Wartość emisji nowych akcji w ramach ofert na rynku pierwotnym.....	119
Tabela 37. Struktura ofert akcji na rynku pierwotnym dla spółek wspieranych przez fundusze VC/PE (w PLN)	120

Tabela 38. Ponadprzeciętne stopy zwrotu w okresie 3 lat od przeprowadzenia oferty publicznej. Zestawienie badań.	127
Tabela 39. Branżowe stopy zwrotu na NewConnect w latach 2007-2011.....	131
Tabela 40. Ponadprzeciętne stopy zwrotu akcji na rynku NewConnect w zależności od rodzaju oferty	132
Tabela 41. Wielkość oferty a ponadprzeciętne stopy zwrotu na rynku NewConnect.....	133
Tabela 42. Stopy zwrotu na rynku NewConnect z uwagi na strukturę własnościową emitenta	133
Tabela 43. Stopy zwrotu na rynku NewConnect ze względu na strukturę oferty	135
Tabela 44. Ponadprzeciętne stopy zwrotu z inwestycji na rynku pierwotnym NewConnect	135
Tabela 45. Ponadprzeciętne stopy zwrotu za okres jednego i trzech lat od debiutu dla spółek wprowadzonych na rynek NewConnect w latach 2007-2010.....	136
Tabela 46. Stopy zwrotu indeksów NCindex i WIG w ujęciu rocznym	137
Tabela 47. Odsetek emitentów wycofywanych z obrotu wskutek ogłoszenia upadłości na NewConnect i rynku regulowanym GPW	141
Tabela 48. Wskaźnik obrotu na rynkach akcji GPW	142
Tabela 49. Średni spread (pb) ważony wartością obrotów za 2011 roku (w punktach bazowych)	143
Tabela 50. Inwestycje na rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Bezpośrednio v. pośrednio.	147
Tabela 51. Sektor mikroprzedsiębiorstw – dane statystyczne.....	150
Tabela 52 Finansowanie faz cyklu życia przedsiębiorstwa	154
Tabela 53. Innowacyjność Polski a innowacyjność Unii Europejskiej – wskaźniki wyjścia.....	159
Tabela 54. Innowacyjność Polski a innowacyjność Unii Europejskiej – wskaźniki wejścia	159
Tabela 55. Średnia wielkość nowych emisji akcji poprzedzających debiut na rynku NewConnect (w tys. zł).....	162

Tabela 56. Dostępność źródeł finansowania małych przedsiębiorstw we wczesnych fazach cyklu życia	166
Tabela 57. Cechy finansowania inwestycji za pomocą Venture Capital i kapitału pozyskanego poprzez ASO	179
Tabela 58. Korzyści z emisji akcji w ramach ASO.....	181
Tabela 59. Pozafinansowe korzyści z finansowania kapitałem VC i poprzez ASO	182
Tabela 60. Wartość pozyskanego kapitału (emisji akcji nowych serii) w ramach upublicznienia na rynku NewConnect (w mln PLN)	186
Tabela 61. Wartość akcji nowej emisji w ramach upublicznienia na rynku NewConnect w poszczególnych branżach (w mln PLN).....	187
Tabela 62. Wartość akcji nowej emisji w ramach upublicznienia na rynku NewConnect w poszczególnych województwach (w mln PLN)	188
Tabela 63. Liczebność ofert na rynku NewConnect w zależności od ich wielkości	189
Tabela 64. Porównanie cech ASO, VC i rynków regulowanych	191
Tabela 65. Wybrane europejskie rynki małych i średnich przedsiębiorstw utworzone w połowie lat 90. XX-ego wieku.....	194
Tabela 66. Stopy zwrotu na rynku AIM.....	195
Tabela 67. Stopy zwrotu z wybranych indeksów publikowanych przez London Stock Exchange	197