

PIOTR ROSIK

Czasem słońce, czasem deszcz

Pierwsza dekada funkcjonowania rynku NewConnect: początkowe pięć lat to dynamiczny rozwój, po którym konieczne były reformy lat 2012 oraz 2016. Efekt? Tempo wzrostu spadło, ale też poprawiło się bezpieczeństwo obrotu. Dziś przyszłość „małej giełdy” zapowiada się równie ciekawie jak przeszłość

Alternatywny rynek równoległy NewConnect wystartował 30 sierpnia 2007 r. Pod koniec 2007 r. były na nim ledwie 24 spółki o wartości 1,18 mld zł. 3 sierpnia 2017 r. notowane były już 402 firmy o kapitalizacji 10 mld zł.

W trakcie dekady liczba notowanych walerów poszła więc w górę o 1 575 proc., a kapitalizacja o 747 proc. Do końca lipca 2017 r. z NewConnect na rynek podstawowy GPW przeszło 58 spółek. NCIndex w trakcie 10 lat spadł o 68 proc. Tak, w największym możliwym skrócie, wygląda podsumowanie

fol. Stanisław Kowalczyk/East News

pierwszej dekady działania parkietu dedykowanego małym, innowacyjnym firmom.

Małe spółki, duży problem?

NewConnect to parkiet dla mikro- i małych spółek, zorganizowany i prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie poza rynkiem regulowanym, w formule alternatywnego systemu obrotu. Kapitał własny emitenta wybierającego się na „małą giełdę” powinien wynosić minimum 0,5 mln zł, aczkolwiek można odstąpić od tego obowiązku, jeśli wiadomo, że z emisji papierów spółka spełni ten wymóg.

– NewConnect to nie tylko szansa na rozwój, na nawiązanie kontaktów z inwestorami i pozyskanie kapitału. Debiut zwiększa wiarygodność spółki w oczach inwestorów i partnerów. Notowanie na NewConnect wielu przedsiębiorców traktuje jako etap przejściowy przed wkroczeniem na główny rynek GPW. Do końca lipca 2017 r. 58 spółek z sukcesem przeniosło się z NewConnect na duży rynek GPW – przekonuje biuro prasowe GPW.

Bank Światowy w swoim raporcie z 2015 r. twierdzi, że uruchomienie NewConnect było „strzałem w dziesiątkę”, gdyż Polska miała (i nadal ma) młodą, prężną gospodarkę opartą na dynamicznym sektorze prywatnym. „Okolo 99 proc. polskich przedsiębiorstw to małe firmy, definiowane jako podmioty zatrudniające mniej niż 250 osób i mające roczną sprzedaż poniżej 68 mln dol.” – zwrócił uwagę Bank Światowy.

Strukturę polskiej gospodarki widać na rynku alternatywnym. Zdecydowana większość spółek notowanych na NewConnect nie jest warta więcej niż 5 mln dol. (czyli 15 mln zł). Ta statystyka wygląda tak od początku funkcjonowania „małej giełdy” i się nie zmienia.

NewConnect rozwijał się bardzo dynamicznie w pierwszych pięciu latach funkcjonowania, gdy mogły debiutować na nim start-upy. W 2011 r. na „małą giełdę” weszło rekordowo dużo firm – aż 172. Z czasem pojawiły się jednak przypadki bankructw czy nienależytego raportowania, które podkopały zaufanie inwestorów do NewConnect. Kumulacja tych zdarzeń nastąpiła w latach 2011–2013.

Dlatego w 2012 r. GPW podjęła decyzję o reformie rynku alternatywnego. Wprowadziła do regulaminu zmiany mające na celu zwiększenie transparentności i bezpieczeństwa obrotu. Zaostrzone zostały wymogi dotyczące debutantów (powiedziano „nie” start-upom) i kary dla spółek łamiących regulamin, szczególnie w zakresie wykonywania obowiązków informacyjnych. Wprowadzono także nową segmentację rynku, wskazując akcje podwyższonego ryzyka (o małej płynności).

Kolejna reforma przyszła w roku 2016. GPW wprowadziła nowe segmenty rynku NewConnect (NCFocus,

NC Base oraz NC Alert), co jest elementem projektu NewConnect 2.0., mającego na celu odbudowę zaufania do tego rynku i uczynienie go atrakcyjnym dla różnych grup inwestorów (obecnie 70 proc. obrotu generują inwestorzy indywidualni) oraz poprawę bezpieczeństwa obrotu. – Nowe zasady segmentacji rynku mają na celu ułatwienie inwestorom identyfikacji spółek notowanych na NewConnect pod kątem ich kondycji i związanego z tym ryzyka inwestycyjnego – przekonuje GPW.

Zdania ekspertów co do skuteczności reform są podzielone. – Reformy zdały egzamin. Widać to po liczbie debutów, kar nałożonych na emitentów. Zredukowano mocno pewne patologie, które zaczęły się rozwijać na tym rynku. Oczywiście nie wszystkie, ale specyfika rynku nie pozwala na jego całkowite uszczelnienie. Również zbyt duża transparentność wiąże się z kosztami, które mogą być dla małych spółek niebezpieczne z punktu widzenia ochrony modelu biznesowego – uważa Dominika Hadro z Katedry Finansów Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.

”

Rynki alternatywne, zdecydowanie bardziej niż regulowane, są uzależnione od nastrojów inwestorów i sytuacji makroekonomicznej

Dodaje, że reformy rynku alternatywnego to nie jest polska specyfika. – W Niemczech i we Włoszech mamy już trzecią wersję rynków. Były one gruntownie reformowane, bo ich kształt nie pozwalał na efektywny rozwój – przypomina.

– W mojej ocenie reformy były niewystarczające. Zabrakło gospodarza tego rynku i naprawdę rygorystycznego podejścia do „czarnych owiec” – ripostuje prof. Sebastian Buczek, prezes Quercus TFI, spółki, która jest jednym z przykładów udanego przejścia z NewConnect na rynek główny.

Przykładów podobnych do Quercus TFI jest jeszcze kilka: Ilbit, Medicalgorithmics, Mabion, Selvita, SARE, Unimot. Wydaje się jednak, że liczba spółek, które przeszły z NewConnect na rynek podstawowy, jest dość niska. – To prawda, że to jest rozczarowanie. Może wynikać stąd, że część niedużych spółek od razu idzie na rynek podstawowy – wyjaśnia prof. Buczek.

Dominika Hadro znajduje także inne wytłumaczenie tego zjawiska. Wskazuje, iż na początku wpuszczano na NewConnect bardzo małe spółki, często start-upy, więc nie można było liczyć na to, że większość

odniesie sukces i po spektakularnym rozwoju przejdzie na rynek główny. – Pamiętajmy również o kryzysie finansowym z lat 2007–2009, który przystopował kilka spółek w pierwszych latach funkcjonowania rynku – podkreśla. – Poza tym np. w Londynie bardzo dużo spółek przechodzi z rynku głównego na AIM ze względu na mniejsze koszty oraz wymogi raportowania, czyli obierają odwrotny kierunek – dodaje.

Problem z niską płynnością

NewConnect zмага się jednak wciąż z problemem, który jest charakterystyczny dla rynków alternatywnych: z niską płynnością. Nie pomogło wprowadzenie obowiązku posiadania przez animatora w dniu debiutu akcji w odpowiedniej liczbie, zapewniającej płynność, czy też wymogu minimalnego free float. Nie pomogły również zmiany technologiczne – przypomnijmy, że w kwietniu 2013 r. GPW odeszła od przestarzałego systemu transakcyjnego, który zastąpiła Universal Trading Platform (UTP).

Wynika to z charakterystyki rynku. Wchodzą na niego małe firmy, bardzo często na drodze oferty prywatnej (kierowanej do maksymalnie 149 osób, zazwyczaj jest to 10–20 inwestorów), co powoduje, że liczba akcji w wolnym obrocie jest niska. – Właściciele tych najczęściej rodzinnych przedsiębiorstw chcą zatrzymać jak największe pakiety akcji w swoich rękach. To sprawia, że NewConnect nie cieszy się zainteresowaniem inwestorów instytucjonalnych. To więc kwestia bardzo złożona i przy takiej specyfice rynku trudna do poprawy – uważa Dominika Hadro.

Pojawia się swego rodzaju „kwadratura koła”: niska obecność inwestorów instytucjonalnych wpływa na to, że obroty są niskie, a zmienność cen akcji wysoka. – Dla inwestorów zagranicznych NewConnect jest rynkiem zbyt egzotycznym, o zbyt niskiej płynności. Niestety na razie nie spodziewałbym się ich większej obecności – mówi prof. Buczek.

– Warto, by GPW rozważyła możliwość wprowadzenia regulacji stosowanej na innych europejskich rynkach alternatywnych, gdzie przy wejściu poprzez prywatną emisję wymagany jest udział inwestorów

”

Dzięki różnorodności spółek na NewConnect nie dochodzi do sytuacji, gdy dekoniunktura w jednym sektorze gospodarki negatywnie rzutuje na cały rynek

MAR nie taki straszny, jak go malowali?

6 maja br. weszła w życie nowelizacja ustaw o ofercie publicznej i o obrocie instrumentami finansowymi, która dostosowała polskie prawo do unijnych dyrektyw Market Abuse Regulation (MAR) i Market Abuse Directive II (MAD II), **m.in. zaostrzających kary za niewłaściwe posługiwanie się informacjami poufnymi na rynku kapitałowym**. Nowe przepisy objęły również spółki notowane na NewConnect. To oznacza, że firmy z „małej giełdy” mają nowe obowiązki informacyjne, ale i nowe prawa (np. możliwość opóźnienia publikacji informacji poufnej). Eksperti są zdania, że na razie obowiązywanie nowych przepisów nie przyczynia się do ucieczki firm z parkietu

instytucjonalnych w akcjonariacie. To zwiększa bezpośrednio, ale również pośrednio, udział inwestorów instytucjonalnych oraz zagranicznych. I w długim terminie jest korzystne dla inwestorów indywidualnych – wyjaśnia Dominika Hadro.

Być może dobra koniunktura giełdowa, która pozwoli przenosić się z rynku głównego na NewConnect, coś zmieni. W lipcu br. wartość obrotu na „małej giełdzie” wzrosła o 44,6 proc. rok do roku, do 99,44 mln zł. Narastająco, w okresie styczeń–lipiec, wartość obrotów poszła w górę o 26,4 proc. rok do roku, do 950,64 mln zł. Z kolei wartość obrotów akcjami w ramach arkusza zleceń wzrosła w lipcu br. o 42,8 proc. (do 93,53 mln zł), a w okresie styczeń–lipiec – o 28,1 proc. (do 865,39 mln zł).

– Rynki alternatywne, zdecydowanie bardziej niż regulowane, są uzależnione od nastrojów inwestorów i sytuacji makroekonomicznej – podkreśla Dominika Hadro.

Pochodną m.in. niskiej płynności, a także – należących już raczej do przeszłości – problemów z bezpieczeństwem obrotu są niskie stopy zwrotu, jakie generują inwestycje na NewConnect. NCIndex w trakcie 10 lat istnienia stracił na wartości prawie 68 proc., a w trakcie ostatnich pięciu lat osunął się o 5 proc., podczas gdy indeksy innych europejskich rynków alternatywnych wystrzeliły w górę.

– Rynek NewConnect wciąż jest atrakcyjny dla inwestorów. Można przecież znaleźć na nim perełki. Trzeba jednak pamiętać, że im mniejsza spółka, tym większa rola kadry zarządzającej w jej sukcesie. Analiza firm z NewConnect w istotny sposób powinna się skupiać na jakości zarządu – podpowiada Dominika Hadro.

Na NewConnect nie ma zbyt wielu spółek wypłacających dywidendę. Co prawda w 2016 r. 50 firm po-

dzieliło się zyskiem z udziałowcami, ale stopa wypłacanych dywidend sięgnęła ledwie 0,7 proc. Jednak i tak rośnie: w 2012 r. wyniosła 0,6 proc., a w 2009 r. ledwie 0,1 proc.

– Młode spółki zazwyczaj nie mogą sobie pozwolić na dywidendy, gdyż w wielu przypadkach nie odnotowują zysku, a jeżeli nawet, to cały czas potrzebują środków na rozwój – wyjaśnia Dominika Hadro.

Technorynek? To byłby błąd

Na początku, w założeniu, NewConnect miał być rynkiem przede wszystkim dla spółek technologicznych. Praktyka pokazała, że to było tylko hasło. „Mała giełda” została zdominowana przez spółki przemysłowe i handlowo-usługowe.

Ekspert nie postrzegają jednak odejścia od pierwotnego założenia w kategoriach błędu. – Historia rynków europejskich, które powstały na początku XXI w. tylko dla nowych technologii, pokazuje, że to pomysł nietrafiony. Były to rynki pełne tzw. spółek wyduszek. W większości bardzo szybko zakończyły swój żywot. Na AIM London jest bardzo dużo spółek z tradycyjnych sektorów, takich jak rolnictwo. Poza tym należy pamiętać, że to inwestorzy swoimi pieniędzmi głosują na to, jakie spółki wchodzi na parkiet – podkreśla Dominika Hadro.

– Dzięki dużej różnorodności branżowej spółek notowanych na NewConnect nie dochodzi do sytuacji, gdy dekonunktura w jednym sektorze gospodarki negatywnie rzutuje na cały rynek – wskazuje biuro prasowe GPW.

NewConnect ma przyszłość

W najbliższej przyszłości może być niezwykle ciekawie na NewConnect. Grupa polskich naukowców – w której znajduje się m.in. dr Krzysztof Piech, prezes Instytutu Wiedzy i Innowacji – wraz z GPW rozważają uruchomienie parkietu opartego na technologii blockchain (bloków danych), który byłby dedykowany spółkom technologicznym. Rynek ten miałby funkcjonować 24 godziny na dobę i umożliwiać błyskawiczne debiuty. Jeśli ten pomysł wypali – co z NewConnect? Przejdzie metamorfozę? Zostanie zepchnięty na drugi plan? To pytania, które pozostają otwarte.

GPW jest pełna optymizmu co do przyszłości NewConnect: – W najbliższych latach rynek powinien nadal harmonijnie się rozwijać, służąc interesom polskiego sektora małych przedsiębiorstw. NewConnect jest i pozostanie efektywnym źródłem pozyskania kapitału przez innowacyjne spółki w różnych stadiach rozwoju oraz będzie „inkubatorem” dla spółek wybierających się na rynek regulowany – ocenia biuro prasowe GPW. ●

REKLAMA

9/0617/F

SCORPIONS

CRAZY WORLD TOUR

KONCERT

1 grudnia 2017
ERGO ARENA
Gdańsk/Sopot

THE-SCORPIONS.COM

BILETY: PRESTIGEMJM.COM, eBilet.pl, EMPIK



Prestige
MJM

ANTYRADIO
WP

Dziennik
Bałtycki
ANTYRADIO.pl

TYGODNIK
POWSZECHNY
cgm.pl

wprost
trojmiasto.pl

RZECZY
DlaWas.info

GAZETA BANKOWA
GOLD HITS

Gitarzysta
Multikino

Perkusista
empik

VDXON
MEDIA

PIOTR ROSIK

Zagranica zapatrzona w NewConnect

Na świecie działa ponad 40 alternatywnych
rynków giełdowych przeznaczonych
dla małych, innowacyjnych przedsiębiorstw.
Na niektórych parkietach notowanych
jest tylko kilka spółek, na innych
nawet ponad dwa tysiące



Na giełdach alternatywnych 15 temu było upublicznionych ok. 5 tys. firm, a obecnie ich liczba przekracza 9 tys. – wynika z danych World Federation of Exchanges (WFE). W latach 2002–2015 kapitalizacja rynków alternatywnych poszła w górę o niemal 100 proc.

Największym rynkiem alternatywnym na świecie, pod względem kapitalizacji, jest chiński ChiNext (721 mld dol.), a największym pod względem liczby spółek – koreański Kosdaq (1,2 tys.). Na tym tle NewConnect wypada dosyć skromnie (2,8 mld dol. kapitalizacji, 402 upublicznione firmy).

NewConnect nie prezentuje się okazale nawet przy największym europejskim rynku alternatywnym, czyli londyńskim Alternative Investment Market (AIM), na którym walory prawie tysiąca notowanych firm są warte ok. 94 mld dol. W Europie NewConnect zajmuje jednak drugą pozycję pod względem liczby notowanych papierów oraz dziewiątą, licząc kapitalizację. NewConnect w ostatnich trzech latach co prawda przeżywa stagnację, tak jak inne parkiety europejskie, ale dzięki przeprowadzonym reformom jest stawiany rynkom alternatywnym w krajach wschodzących za wzór do naśladowania.

Wzór dla Afryki i Azji

W raporcie „SME Exchanges in Emerging Market Economies: A Stocktaking of Development Practices” z 2015 r. analitycy Banku Światowego wskazali na polski parkiet, obok tajwańskiego GreTai Securities Market, jako na przykład sukcesu na rynkach wschodzących.

Bank Światowy wskazał, że po reformie od 2013 r. całkiem nieźle funkcjonuje na NewConnect, na podobnych zasadach co na londyńskim AIM, system autoryzowanych doradców (są on karani odebraniem licencji, jeśli wprowadzą na rynek zbyt dużo spółek, które później będą miały poważne kłopoty).

„Można wymienić kilka innych czynników, które zdecydowały o sukcesie NewConnect. Rynek wystartował w dobrym momencie, tuż przed kryzysem finansowym, co spowodowało, że małe firmy mające problemy z uzyskaniem finansowania w bankach ciągnęły na małą giełdę. Od samego początku nie był przeregulowany, ale w dobrym momencie dokonano reform, po tym jak w 2011 r. na parkiet dostało się wiele firm wątpliwej jakości” – napisali analitycy Banku Światowego.

Jak ważne jest to, by zbyt nie przeregulować rynku, pokazuje historia mediolańskiej giełdy Mercato Alternativo del Capitale. – Włoski regulator chciał zmniejszyć ryzyko obrotu. Problem w tym, że zrobił to w ten sposób, iż rynek nie był w stanie się rozwijać. Spółki spełniające kryteria miały bezproblemowy dostęp do innych źródeł kapitału, więc mała giełda mediolańska nie była dla nich atrakcyjną alternatywą –

przypomina Dominika Hadro z Katedry Finansów Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.

– Rynek NewConnect uchodzi za wzór. Patrzą się na niego giełdy afrykańskie i azjatyckie, które myślą o uruchomieniu swoich rynków alternatywnych – potwierdza John Schellhase, dyrektor działu rynków finansowych w Milken Institute.

Fantastycznie na tle innych

Czy ten mały sukces NewConnect jest wymierny? Czy można go pokazać na liczbach, na tle innych rynków alternatywnych? Tak. Polski rynek wypada jak prymus np. na tle brazylijskiego Bovespa Mais, który ruszył w 2005 r., czyli dwa lata wcześniej. Po 10 latach funkcjonowania na parkiecie w Kraju Kawy było upublicznionych ledwie dziewięć spółek, które pozyskały od inwestorów w sumie 37 mln dol. Mimo że gospodarka brazylijska jest trzy razy większa od polskiej i tak jak nad Wisłą małe przedsiębiorstwa stanowią 99 proc. funkcjonujących firm, rynek alternatywny tam się nie rozkręcił.

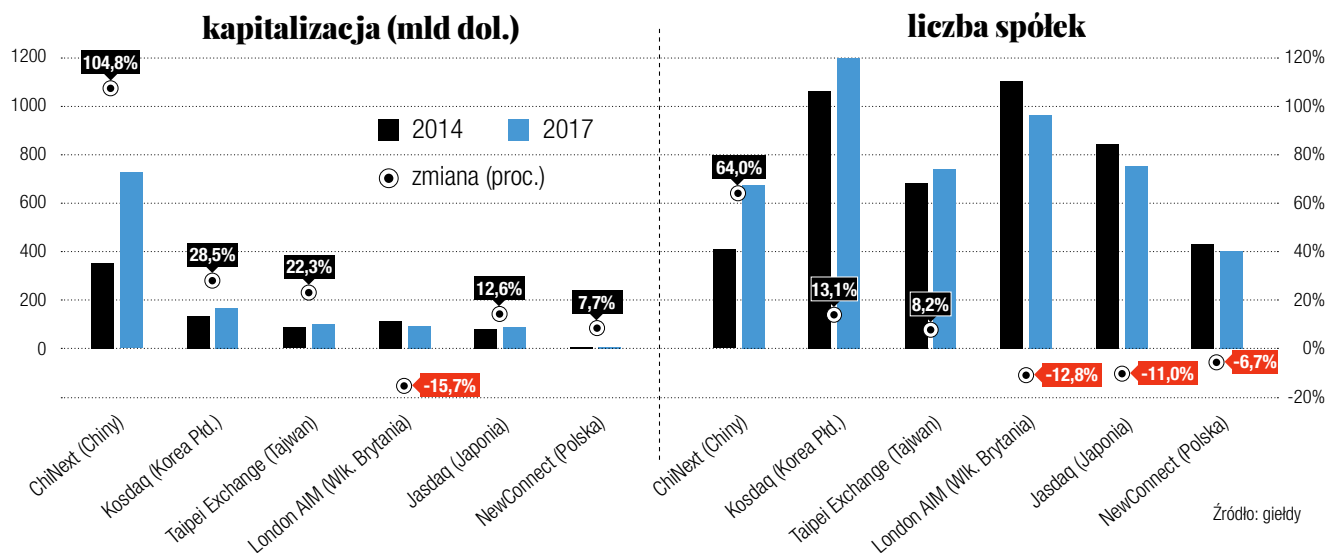
Co ciekawe, NewConnect wypada nieźle nawet na tle londyńskiego AIM. Rynek brytyjski wystartował w 1995 r., czyli 12 lat wcześniej, niż NewConnect. Gdy porównamy, w jakim tempie te giełdy się rozwijały w pierwszych latach swojego istnienia, okaże się, że polska w niektórych aspektach dorównuje brytyjskiej. Takie zestawienie można znaleźć w artykule Joanny Małeckiej z Politechniki Poznańskiej, zatytułowanym „Alternative Securities Markets in Poland and the United Kingdom”, który ukazał się w ubiegłym roku na łamach pisma „Problemy Zarządzania”.

”

NewConnect wystartował w dobrym momencie, tuż przed kryzysem finansowym, co spowodowało, że małe firmy mające problemy z uzyskaniem finansowania w bankach ciągnęły na „małą giełdę”

NewConnect, podobnie jak AIM, rozpoczął funkcjonowanie z przytupem. Pod koniec piątego roku działalności było na nim więcej krajowych firm (344) niż na AIM (325)! Rynek londyński okazał się jednak o wiele bardziej atrakcyjny dla graczy zagranicznych. Pod koniec dziewiątego roku funkcjonowania na AIM było 60 zagranicznych spółek, podczas gdy na NewConnect ledwie 10 (a teraz jest ich tylko siedem). Co ciekawe,

Rynki alternatywne w liczbach



z NewConnect schodziło – z powodu niespełniania wymogów lub z powodu bankructwa – o wiele mniej spółek niż z AIM (i ten trend nie ulega zmianie).

Bardzo często NewConnect jest porównywany do tureckiego Second National Market, na którym notuje się ok. 1 tys. firm, a jego kapitalizacja sięga już ponad 10 mld dol., mimo że parkiet funkcjonuje trzy lata krócej niż NewConnect. – Rynek rozpoczął działalność w 2010 r., już po apogeum kryzysu. Tymczasem NewConnect wystartował razem z początkiem kryzysu, przeżył i ma się całkiem nieźle. Przykład Turcji jest obecnie bardzo modny, ale to nie wzór, to wyjątek. Polska i Turcja to bardzo odmienne młode rynki, według mnie ich porównywanie w celu wydania jednoznacznej opinii jest teraz przedwczesne – uważa prof. Andrzej Fierla ze Szkoły Głównej Handlowej.

Warto także podkreślić, że na NewConnect płynność obrotu – w porównaniu z innymi rynkami alternatywnymi – jest całkiem niezła. Pod koniec 2014 r. polski parkiet miał wskaźnik płynności (liczony jako iloraz obrotu i kapitalizacji) na poziomie 17 proc., co dawało mu dosyć wysoką pozycję, przed rynkami z Niemiec, Austrii, Irlandii czy Grecji, ale miał dużą stratę do AIM (58 proc.), nie wspominając o tureckim liderze (97 proc.). Całkiem niezła pozycja NewConnect w tym zakresie to m.in. efekt obowiązku posiadania tzw. market makera (animatora notowań) przez każdą spółkę wchodzącą na polski rynek, co wcale nie jest powszechnie stosowanym rozwiązaniem.

Azja „zjada” wszystkich

Tempo rozwoju NewConnect w ostatnich trzech latach spadło. Podobnie zresztą jak londyńskiego AIM, który staje się coraz mniejszy. Europejskie rynki w żaden sposób nie mogą się równać z rynkami azjatyckimi, które rosną jak na drożdżach. Lekkiej zadyszki dostał

jedynie japoński Jasdaq, reszta przez ostatnie półtora roku zanotowała imponujące wzrosty, zarówno jeśli chodzi o kapitalizację, jak i liczbę notowanych spółek.

W 2002 r. na alternatywnych rynkach amerykańskich było notowanych ok. 60 proc. spółek, na europejskich – ok. 25 proc., a na azjatyckich – ok. 15 proc. Obecnie Azja ma niemal 45 proc. udziału w globalnym rynku alternatywnych giełd, a Ameryki i Europa mają po ok. 27 proc. – wynika z danych World Federation of Exchanges.

W dodatku azjatyckie rynki alternatywne są bardzo dobrze oceniane przez Bank Światowy. Chodzi zarówno o giełdy chińskie (obok ChiNext funkcjonuje hongkoński Growth Enterprise Market) oraz tajwański Taipei Exchange.

Do ideału trochę brakuje

Przed rynkiem NewConnect i spółkami na nim notowanymi jest jeszcze mnóstwo pracy. Wiadomo, że ujawnianie informacji o charakterze strategicznym przez spółki notowane na rynkach alternatywnych znacząco poprawia wielkość obrotu i opinię o rynku. Do 2012 r. polityka informacyjna spółek z NewConnect pozostawiała wiele do życzenia.

Mimo reformy firmy obecne na polskim rynku alternatywnym ujawniają o wiele mniej informacji o charakterze strategicznym niż spółki obecne na londyńskim AIM. Do tego – jak wynika z badań przeprowadzonych przez Joannę Dyczkowską, opublikowanych w 2015 r. – mają one niższy ciężar gatunkowy niż w przypadku firm notowanych na parkiecie brytyjskim.

Tak więc do ideału polskiemu rynkowi alternatywnemu sporo jeszcze brakuje, ale też nagromadzony przez dekadę potencjał doświadczeń daje NewConnect niepoślednią pozycję wśród małych giełd. Na pewno ten rynek nie powiedział jeszcze ostatniego słowa. ●