

# Michał Buszko, Bożena Kołosowska

---

## Przechodzenie spółek z alternatywnego systemu obrotu NewConnect na rynek regulowany GPW : cele, uwarunkowania, efekty

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 102, 492-502

---

2013

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MICHAŁ BUSZKO

BOŻENA KOŁOSOWSKA

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

## **PRZECHODZENIE SPÓŁEK Z ALTERNATYWNEGO SYSTEMU OBROTU NEWCONNECT NA RYNEK REGULOWANY GPW – CELE, UWARUNKOWANIA, EFEKTY**

### **Wprowadzenie**

30 sierpnia 2007 roku rozpoczął działalność w Polsce rynek NewConnect (NC), będący systemem alternatywnego obrotu akcjami. Utworzono go z myślą przede wszystkim o małych i średnich spółkach, znajdujących się we wczesnej fazie rozwoju oraz prowadzących działalność w innowacyjnych, dynamicznie rozwijających się branżach. Celem powstania NC było przede wszystkim stworzenie nowej formy pozyskania kapitału przez małe podmioty, umożliwienie ich wyceny rynkowej, jak również ułatwienie zarządzania zmianami ich struktury kapitałowej oraz właścicielskiej. W szczególności, rynek NC został przeznaczony dla podmiotów poszukujących finansowania w kwocie od kilkuset tysięcy do kilku milionów złotych oraz kapitalizacji ok. 20 mln. zł.

NewConnect niewątpliwie stał się miejscem, gdzie małe i stosunkowo krótko działające podmioty mogły zdobyć pierwsze doświadczenia związane z uczestnictwem w rynku kapitałowym. Właściwie już od początku działalności NC podejmowane były działania zmierzające do wprowadzenia spółek z tego rynku na rynek regulowany Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). W efekcie, pierwsza taka operacja nastąpiła już w grudniu 2008 roku, a więc kilkanaście miesięcy od utworzenia NC. Łącznie od 30 sierpnia 2007 roku do 10 listopada 2012 roku, rynek NC opuściło 18 spółek, przenosząc się na parkiet GPW.

Celem niniejszego artykułu jest analiza i ocena zjawiska przejścia z notowań w alternatywnym systemie obrotu NC na rynek regulowany GPW. Badaniu poddano uwarunkowania i problemy funkcjonowania rynku NC, przesłanki i cele zmiany rynku, a także efekty finansowe – zmiany kursów akcji w momencie zmiany rynku, jak również w miesiąc, sześć i dwanaście miesięcy po zmianie. W ramach pracy przeprowadzono również analizę zmiany średnich spreadów w arkuszach zleceń spółek zmieniających rynek. Na potrzeby artykułu wykorzystano statystyki rynkowe dostarczone przez NC i GPW za okres 2008–2012. W ramach pracy przyjęto hipotezę, że przeniesienie spółki z rynku alternatywnego na rynek regulowany wpływa na wzrost jej wartości w krótkim czasie, generując premię z tytułu poprawy efektywności wyceny.

## 1. NewConnect jako alternatywny system obrotu akcjami w Polsce

NC jest rodzajem platformy obrotu papierami wartościowymi (akcjami), uzupełniającej rynek kapitałowy tworzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Platforma NC funkcjonuje na potrzeby firm z sektora MŚP, znajdujących się w fazie cyklu *start-up* lub późniejszej, wymagających wsparcia kapitałowego celem rozwinięcia innowacyjnych pomysłów biznesowych. Jako specyficzna forma obrotu i wyceny kapitału ma on za zadanie wspomóc wykorzystanie potencjału rozwoju i innowacyjności małych perspektywicznych spółek i przyczynić się do ich transformacji w podmioty wysokowartościowe, w tym notowane na rynku GPW.

NC może być uznany za stosunkowo nowoczesną formę finansowania małych i krótko działających spółek. Na tle finansowania bankowego, funduszy *venture capital* bądź *business angels* daje on możliwość dokonania wyceny kapitału i ryzyka przez wielu kupujących i sprzedających, niepowiązanych ze sobą inwestorów. Jest to również alternatywna forma finansowania nieco większych spółek, które mogą wybrać pomiędzy notowaniami na rynku NC lub GPW. Rozpoczęcie notowań na rynku NC daje możliwość dostępu do nowych zasobów kapitałowych, uzyskania pierwszej wyceny rynkowej, pozyskania doświadczenia tworzenia relacji inwestorskich i rozwoju *corporate governance* przy stosunkowo niedużym zaangażowaniu zasobów firmy i obniżonych wymogach formalnych. Znaczącą korzyścią z wyboru rynku NC są również istotnie niższe koszty związane z raportowaniem, audytem, wprowadzeniem oraz notowaniem spółki w porównaniu z kosztami ponoszonymi na rynku regulowanym GPW.

Z punktu widzenia inwestorów, NC jest miejscem inwestowania przede wszystkim w spółki dopiero budujące swoją pozycję rynkową, a więc lokowaniem środków w pomysł na biznes, a nie w pełni ukształtowane i stabilne ekonomicznie jednostki. Korzyści, jakie inwestorzy osiągają na tym rynku, to z jednej strony możliwość partycypacji w efektach dynamicznego rozwoju spółek, w tym zwłaszcza szybko przyrastających zyskach, z drugiej – bycie pionierem w finansowaniu nowatorskich projektów, branż czy rozwiązań uznawanych za zbyt ryzykowne z punktu widzenia tradycyjnych dostawców kapitału, np. banków<sup>1</sup>.

## 2. Problemy funkcjonowania NewConnect

Chociaż rynek NC, co do zasady, ma promować małe, perspektywiczne firmy, umożliwiać ich rynkową wycenę, jak również pozwalać na pozyskanie kapitału na działalność obciążoną podwyższonym ryzykiem, w praktyce właściwie w każdym z wymienionych obszarów wspomniany rynek pozostaje ułomny. Po pierwsze, stosunkowo często na platformę NC dopuszczane są spółki nie pochodzące z branż

---

<sup>1</sup> Szerzej na temat funkcjonowania rynku NC M. Buszko, *NewConnect – nowy rynek wspomagający rozwój małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, w: *Przedsiębiorstwa i instytucje w warunkach kryzysu finansowego*, Zeszyty Naukowe nr 593, Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu, Wyd. Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, 2010, s. 21–32.

uznanych za innowacyjne (np. usług księgowo-finansowych, przemysłu tradycyjnego, handlu, czy budownictwa). Działanie takie klóci się z ideą funkcjonowania alternatywnego systemu obrotu na rzecz finansowania działalności nowatorskiej i rozwojowej<sup>2</sup>. Po drugie, pozyskanie kapitału na NC odbywa się w formie oferty prywatnej<sup>3</sup>, co oznacza dostarczenie spółce kapitału przez jednego inwestora lub wąską ich grupę (poniżej 100). W tym aspekcie, emisja akcji za pomocą rynku NC wiąże się ze scentralizowaną oceną ryzyka i kosztu kapitału, poprzez co upodabnia się do finansowania *venture capital*, a nie finansowania giełdowego rozproszonego pomiędzy licznych inwestorów o zróżnicowanych oczekiwaniach względem spółki. Po trzecie, wycena znaczącej liczby spółek z NC, ze względu na brak dostatecznej liczby transakcji kupna/sprzedaży, nie ma ekonomicznego sensu<sup>4</sup>. Brak płynności na platformie NC spowodowany jest przede wszystkim zbyt małą liczbą uczestników rynku, w tym dużych inwestorów instytucjonalnych zapewniających odpowiedni wolumen i wartość obrotu oraz przyciągających za sobą inwestorów indywidualnych. Problemem w tym zakresie jest również stosunkowo wąska grupa członków rynku (35), która obejmuje przede wszystkim instytucje krajowe<sup>5</sup>.

O skali problemu płynności obrotu, małej liczbie i wartości zawieranych transakcji na rynku NC może świadczyć fakt, że tylko w 2012 roku<sup>6</sup> z 418 notowanych spółek średni dzienny obrót powyżej 100 tys. zł odnotowało jedynie osiem, a obrót powyżej 10 tys. zł jedynie 106 podmiotów. Przeciętny dzienny obrót przypadający na spółkę z NewConnect wyniósł w tym czasie 12,95 tys. zł, a jego mediana zaledwie 3,8 tys. zł<sup>7</sup>. W rozważanym okresie, tylko 82 spółki charakteryzowały się średnią liczbą powyżej 10 transakcji na sesję, przy czym 36 podmiotów wygenerowało średnią powyżej 20 transakcji na sesję, a zaledwie 8 spółek odnotowało średnią

---

<sup>2</sup>Za branżę priorytetowe dla rynku NewConnect uznaje się: IT, media elektroniczne, telekomunikację, biotechnologię, ochronę środowiska, energię alternatywną, nowoczesne usługi.

<sup>3</sup>Jest to pozyskanie kapitału według uproszczonych zasad formalnych, a więc wymagające mniejszych wymogów informacyjnych i nakładów finansowych. Nie występuje tu konieczność przygotowania i poddania ocenie przez KNF prospektu emisyjnego.

<sup>4</sup>W samym 2012 r. ok. 30% spółek rynku NC miało bardzo niski poziom płynności obrotu i było klasyfikowane jako *high liquidityrisk* lub *super high liquidityrisk*.

<sup>5</sup>Wśród przyczyn niewystarczającej płynności rynku oraz braku uczestnictwa dużych inwestorów instytucjonalnych można wskazać przede wszystkim łagodne wymogi informacyjne oraz *corporate governance* w stosunku do notowanych spółek. To co emitentów zachęca do uczestnictwa w alternatywnym systemie staje się czynnikiem odstrasżającym inwestorów. Możliwość pojawiania się niekompletnych lub opóźnionych publikacji, a także brak obowiązku raportowania kwartalnego oraz audytowania sprawozdań śródrocznych utrudnia rynkową wycenę wyników fundamentalnych spółek, zwiększa ryzyko inwestycyjne oraz spowalnia reakcję rynku na istotne zdarzenia występujące w notowanych podmiotach.

<sup>6</sup>W okresie 52 tyg. poprzedzających dzień 09.11.2012.

<sup>7</sup>Informacje o notowanych akcjach, NewConnect, [http://www.newconnect.pl/index.php?page=informacje\\_o\\_notowanych\\_akcjach](http://www.newconnect.pl/index.php?page=informacje_o_notowanych_akcjach) (09.11.2012).

powyżej 50<sup>8</sup>. Przeciętna liczba transakcji przypadająca na spółkę na sesję wynosiła ok. 9, a mediana 4. W przypadku liczby zleceń, było to odpowiednio ok. 81 oraz 51. Przedstawione powyżej dane wskazują na bardzo ograniczoną aktywność inwestycyjną na rynku NC, która dotyczy właściwie jedynie wybranych spółek (znacząca różnica między średnią a medianą). Tylko kilkanaście spółek tego rynku można uznać za podmioty o względnie niskim ryzyku płynności.

### 3. Mechanizm wspomagania przejścia z rynku NC na rynek regulowany GPW

W celu pobudzenia aktywności inwestorów, zwiększenia obrotu oraz promowania płynności kupna/sprzedaży akcji, na rynku NC stosowana jest segmentacja spółek względem stopnia ryzyka płynności. Akcje największych i najbardziej płynnych spółek z rynku NC, które kwalifikują się jako potencjalne walory obrotu na rynku regulowanym, zaliczane są do segmentu NC Lead. Kwalifikacja spółek do ww. grupy następuje na podstawie oceny ilościowej i jakościowej. Kwalifikacja ilościowa wymaga posiadania przez spółkę, za okres ostatnich 6 miesięcy, średniej wartości kapitalizacji na poziomie przynajmniej 5 mln euro oraz *free float* na poziomie co najmniej 10% wszystkich akcji. Ponadto, wymagane jest przeprowadzenie przynajmniej 5 transakcji lub średniej wartości 5 tys. zł na dzień obrotu. Klasyfikacja ilościowa do segmentu NC Lead wymaga również, aby w sześciomiesięcznym okresie oceny, obrót akcjami występował przynajmniej w 50% dni roboczych tego okresu, cena akcji była wyższa niż 50 gr oraz żeby zmienność kursu nie przekraczała 15%. Ponadto akcje emitenta muszą być dostępne w obrocie na NC przynajmniej przez 12 miesięcy. Klasyfikacja jakościowa polega przede wszystkim na ocenie przestrzegania regulaminu uczestnictwa w alternatywnym systemie obrotu, w tym: w zakresie polityki informacyjnej, relacji inwestorskich oraz *corporate governance*. Otrzymanie statusu spółki NC Lead powoduje przeniesienie jej do oddzielnej sekcji prezentacji notowań oraz specjalne oznaczenie w serwisach informacyjnych NC. Obecność w segmencie NC Lead nie jest wymogiem przeniesienia na GPW, jednak sygnalizuje inwestorom, które spółki mają największy potencjał. Wśród łącznie 18 spółek, które zmieniły rynek z NC na GPW, dziewięć z nich było wcześniej zakwalifikowanych do NC Lead (Euroimplant, IQ Partners, Krynicki Recykling, Pragma Inkaso, Quercus TFI, PTI, ADV, LST Capital oraz WDM). Trzy spółki przeniosły się na GPW przed wprowadzeniem segmentacji, a sześć po jej wprowadzeniu, nie będąc kwalifikowanymi do segmentu NC Lead.

---

<sup>8</sup> Średnia wartość transakcji na sesję w okresie 2009–06.2012 wyniosła odpowiednio: 1667,13 zł, 1997,08 zł, 1717,43 zł, 1637,07. Kalkulacje przeprowadzono na podstawie: *Biuletyn statystyczny NewConnect*, GPW w Warszawie 2009; *Biuletyn statystyczny NewConnect*, GPW w Warszawie 2010; *Biuletyn statystyczny NewConnect*, GPW w Warszawie, 2011; *Biuletyn statystyczny NewConnect*, GPW w Warszawie, III kwartał 2012.

#### 4. NewConnect jako etap przygotowania spółek do notowań na rynku regulowanym

Dotychczasowa praktyka działania rynku NC wskazuje, że za jedną z jego funkcji można przyjąć przygotowanie spółek do wprowadzenia na rynek regulowany GPW. Stwierdzenie to potwierdza działanie części spółek NC, z których pierwsza (MW Trade) już w 2008 roku złożyła do KNF prospekt emisyjny w celu dopuszczenia jej do publicznego obrotu i wprowadzenia na rynek regulowany GPW. Chęć zmiany rynku NC i traktowania go jedynie jako etapu przejściowego, a nie docelowego miejsca notowań, może być uzasadniana przede wszystkim podniesieniem prestiżu spółki i nadaniem jej większej wiarygodności, w tym z punktu widzenia kontrahentów lub kredytodawców. Uzasadnieniem zmiany rynku może być również chęć poprawy efektywności wyceny, co nie jest możliwe obecnie w krótkim czasie na rynku NC. W szczególności poprzez przeniesienie na rynek regulowany, akcje spółki stają się przedmiotem zainteresowania ze strony większej liczby inwestorów, w tym instytucji finansowych, banków, domów maklerskich czy podmiotów zagranicznych, które rzadko angażują się na rynku nieregulowanym. W praktyce inwestorzy ci, poprzez nadanie większej płynności obrotu, poprawiają efektywność wyceny. Zróżnicowanie oraz zwiększenie liczby potencjalnych inwestorów zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych, powinno w praktyce przekładać się na wzrost wartości przenoszonych spółek<sup>9</sup>. Chęć zmiany rynku z NC na GPW może być również sygnałem potwierdzającym „wyrośnięcie” z fazy *start-up*, zrealizowanie celów wyznaczonych w stosunku do kapitału pozyskanego na NC oraz osiągnięcie stabilizacji ekonomicznej firmy. Przesłankę do zmiany rynku notowań nie stanowią ograniczenia infrastrukturalne NC czy niewystarczająca jego wielkość. Tezę tę potwierdzają przeniesienia na GPW spółek bez dokonywania nowej emisji akcji, a także obecność na rynku NC podmiotów znacząco większych od tych, które zdecydowały się na przejście.

Zmiana rynku z alternatywnego systemu obrotu na rynek regulowany wymaga spełnienia wielu kryteriów, zwłaszcza formalnych. Warunkiem dopuszczenia spółki z NewConnect do obrotu na rynku regulowanym jest posiadanie kapitalizacji na poziomie 12 mln euro oraz *free float* na poziomie 15% akcji objętych wnioskiem o dopuszczenie, przy czym *free float* musi obejmować 100 tys. akcji o wartości przynajmniej 1 mln euro<sup>10</sup>. Ponieważ praktycznie wszystkie debiuty na rynku NewConnect odbywają się w formie oferty prywatnej, stąd przejście na rynek regulowany wymaga przygotowania prospektu emisyjnego, co wymaga podjęcia współpracy z domem maklerskich, generuje dodatkowe koszty oraz nakłada nowe obowiązki informacyjne na przechodzący podmiot. W szczególności, konieczne staje się przygotowanie raportów kwartalnych, audytowanie danych półrocznych, a także

<sup>9</sup> P. Malik, *Z NewConnect na rynek regulowany*, „Gazeta Bankowa”, luty 2009, nr 1 (1053).

<sup>10</sup> W przypadku dopuszczenia na rynek podstawowy musi być spełniony warunek wysokości *free float* na poziomie 25% lub liczby posiadanych akcji i ich wartości w ramach *free float* na poziomie 500 tys. sztuk i 17 mln euro. Emitent musi również przez trzy lata przed momentem dopuszczenia do obrotu giełdowego przygotowywać i publikować sprawozdania finansowe zbadane przez biegłego rewidenta. Zob. *Warunki dopuszczeń*, GPW w Warszawie, [http://www.gpw.pl/warunki\\_dopuszczenia](http://www.gpw.pl/warunki_dopuszczenia) (9.11.2012).

bardziej szczegółowo określone jest raportowanie bieżące<sup>11</sup>. Spółkom z rynku GPW zaczynają również grozić znacznie bardziej poważne konsekwencje za niedopełnienie obowiązków wynikających z uczestnictwa w publicznym obrocie papierami wartościowymi.

## 5. Zmiana rynku notowań z NewConnect na rynek regulowany w praktyce

Wymogi kapitałowe uprawniające do zmiany rynku notowań w latach 2009–2012 spełniało odpowiednio 11, 24, 36 i 37 podmiotów. Pierwszych pięć z nich według kapitalizacji na dzień 09.11.2012 to: Polskie Centrum Zdrowia (kapitalizacja 1 214,38 mln zł), Termorex (615,85 mln zł), ElkopEnergy SA (510,25 mln zł), spółka DTP (292,85 mln zł), holding Elemental SA (284,22 mln zł)<sup>12</sup>. Każda z powyższych spółek pochodziła z innej branży, tzn.: ochrony zdrowia, technologii, ekologii, usług finansowych i recyklingu. Spółki, które przenieśli się z rynku NC na GPW odbiegały dosyć istotnie pod względem wartości od wymienionej czołówki. Do listopada 2012 roku na GPW w Warszawie trafiło łącznie 18 spółek z rynku NC (tab. 1), z czego największą z nich był Mo-Bruk (kapitalizacja 235 mln zł), a najmniejszą MW Trade (31 mln zł)<sup>13</sup>. Najwięcej podmiotów debiutujących na rynku regulowanym stanowiły jednostki świadczące usługi finansowe (5) oraz podmioty inwestycyjne (3). Pozostałe branże reprezentowane były przez dwie lub jedną spółkę. Łączna liczba przeniesień pozostaje niewątpliwie bardzo mała w stosunku do zarówno liczby debiutów na NC, jak i GPW<sup>14</sup>.

Oceniając proces zmiany rynku należy wskazać, że spośród wymienionych 18 jednostek, jedynie trzy zdecydowały się na jednoczesne podwyższenie kapitału. Były to: spółka Tesgas (oferta o wartości 62 mln zł)<sup>15</sup>, spółka Krynicki Recykling<sup>16</sup> (14,7 mln zł), spółka Trans Polonia (4,1 mln zł)<sup>17</sup>. Pozostałe 15 podmiotów wprowadziło akcje na GPW bez oferty. Podstawowymi przesłankami takiego działania była przede wszystkim chęć pozyskania większego prestiżu, budowa wizerunku oraz poprawa transparentności działania firmy. Argumentem uzasadniającym brak oferty mógł być również brak jednoznacznych ocen sytuacji ogólnogospodarczej oraz brak przewidywalności kierunku rozwoju rynku finansowego w Polsce, przekładający się na większą ostrożność w prowadzeniu inwestycji, a tym samym zniechęcający do pozyskiwania nowych źródeł ich finansowania.

---

<sup>11</sup> *NewConnect. Rynek...*

<sup>12</sup> [http://newconnect.pl/index.php?page=informacje\\_o\\_notowanych\\_akcjach](http://newconnect.pl/index.php?page=informacje_o_notowanych_akcjach) (17.08.2012).

<sup>13</sup> Wartość na koniec kwartału poprzedzającego zmianę rynku.

<sup>14</sup> W latach 2009–2012 (do 9.11.2012) na rynku NewConnect debiutowały odpowiednio: 26, 86, 172, 73 spółki, na GPW było to odpowiednio: 13, 34, 38, 16.

<sup>15</sup> Prospekt emisyjny spółki Tesgas, [http://tesgas.pl/pub/uploaddocs/tesgas\\_prospekt\\_wersja\\_www.pdf](http://tesgas.pl/pub/uploaddocs/tesgas_prospekt_wersja_www.pdf) (20.10.2012).

<sup>16</sup> Prospekt emisyjny spółki Krynicki Recykling, [http://krynicki.pl/uploads/prospekt/prospekt\\_KRSA\\_caly.pdf](http://krynicki.pl/uploads/prospekt/prospekt_KRSA_caly.pdf) (20.10.2012).

<sup>17</sup> Prospekt emisyjny spółki Trans Polonia, [http://www.transpolonia.pl/page/get/file/prospekt\\_emisyjnytrans\\_polonia\\_sa.pdf](http://www.transpolonia.pl/page/get/file/prospekt_emisyjnytrans_polonia_sa.pdf) (18.10.2012).

Tabela 1

## Charakterystyka przejścia na rynek regulowany GPW spółek z rynku NC

Lp.	Nazwa spółki	Branża	Data zmiany rynku	Cena zamkn. na NC	Cena zamkn. w dniu debiutu na GPW	Zmiana cen akcji w dniu debiutu (%)	Zmiana indeksu NCI w dniu debiutu (%)	Zmiana indeksu WIG w dniu debiutu (%)
1	MW Trade	usługi finansowe	19.12.2008	2,63	2,48	-5,70	-1,51	-0,63
2	Centrum Klimi	handel	06.01.2009	6,20	9,61	55,00	1,44	2,12
3	Fast Finance	usługi finansowe	30.03.2010	1,12	1,06	-5,36	-0,62	0,57
4	Pragma Inkaso	usługi finansowe	14.05.2010	15,04	12,45	-17,22	-0,1	-2,00
5	LST Capital	inwestycje	26.05.2010	1,53	1,42	-7,19	1,85	3,68
6	Tesgas	energetyka	21.07.2010	15,7	15,85	0,96	1,31	1,93
7	Krynicki Recykling	handel	26.10.2010	4,00	3,87	-3,25	0,28	-0,22
8	Trans Polonia	transport	25.11.2010	8,69	9,00	3,57	0,63	0,1
9	PTI	inwestycje	01.12.2010	9,99	9,50	-4,90	1,07	1,73
10	Eko Eksport	usługi inne	28.12.2010	8,41	8,16	-2,97	-1,17	-0,36
11	Wadex	budownictwo	12.01.2011	11,09	11,02	-0,63	0,05	1,43
12	Euroimplant	biotechnologia	29.03.2011	0,48	0,52	8,33	0,55	-0,26
13	Quercus TFI	usługi finansowe	30.03.2011	2,99	2,92	-2,34	-0,36	-0,12
14	Grupa ADV	informatyka/technol.	13.04.2011	15,58	15,7	0,77	1,33	0,99
15	WDM	usługi finansowe	29.07.2011	0,60	0,60	0,00	0,35	0,17
16	IQ Partners	inwestycje	11.10.2011	2,18	1,88	-13,76	-0,77	0,06
17	Mo-Bruk	budownictwo	25.04.2012	99,00	99,00	0,00	-0,05	0,30
18	Voxel	ochrona zdrowia	23.10.2012	15,56	15,05	-3,28	-0,20	-1,33

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych historycznych GPW w Warszawie oraz rynku NewConnect, 09.11.2012.

## 6. Zmiany cen akcji spółek przenoszonych z NewConnect na rynek regulowany GPW

Opuszczenie rynku NC i wprowadzenie akcji do obrotu regulowanego zasadniczo nie pozwoliło osiągnąć dodatkowych zysków (premi) inwestycyjnych. Jedynie w czterech przypadkach inwestorzy w dniu debiutu na GPW osiągnęli dodatnią stopę zwrotu, a zaledwie w dwóch przypadkach uzyskali wynik lepszy od stopy zwrotu z indeksów NCIndex i WIG (tab. 1)<sup>18</sup>. Mała liczba spółek pozytywnie ocenianych przez rynek w dniu zmiany rynku może świadczyć o ograniczonym zaufaniu inwestorów giełdowych do wyceny na rynku NC, o braku jednoznacznej oceny kondycji ekonomicznej spółek przechodzących lub o braku uzyskania odpowiedniej płynności akcji. Wynik uzyskany w dniu debiutu może być tłumaczony także stopą zwrotu osiąganą z przeciętnego portfela akcji (benchmarku). Współczynnik korelacji porządku rang Spearmana pomiędzy stopami zwrotu z akcji spółek w dniu debiutu oraz indeksów WIG i NCIndex kształtował się na poziomie 30,97% i 50,39%<sup>19</sup>. Przy zmianie rynku stopa zwrotu z akcji w dniu debiutu na GPW

<sup>18</sup> Porównanie względem indeksu NCIndex ma na celu wskazanie rentowności inwestycji w akcje spółek na tle rynku, który opuściły.

<sup>19</sup> Obliczenia własne na podstawie danych zamieszczonych w tab. 1. Korelacja pomiędzy stopami zwrotu z akcji, a indeksem WIG jest nieistotna statystycznie (przy założeniu  $p < 0,05$ )



okazywała się tym samym silniej uzależniona od sytuacji na rynku NC niż na rynku regulowanym.

Analizując zmiany cen akcji spółek w sześć- i dwunastomiesięcznym okresie od dnia ich debiutu na rynku regulowanym, można stwierdzić, że samo wprowadzenie spółek na GPW nie generuje dodatkowej wartości dla inwestorów. Spośród 18 podmiotów, średnio 3–4 przyniosły dodatni zwrot absolutny w poszczególnych momentach pomiaru (1, 6, 12 miesięcy). Inwestycje w akcje przechodzących spółek były zazwyczaj gorsze od benchmarków, przy czym tylko w jednym przypadku (Centrum Klimy) osiągnięto we wszystkich trzech badanych okresach zarówno dodatni wzrost absolutny, jak i wzrost powyżej dwóch indeksów (WIG i NCIndex)<sup>20</sup>. Zdecydowanie częściej występowały przypadki, kiedy rentowność akcji w poszczególnych momentach pomiaru była ujemna i jednocześnie gorsza od dwóch benchmarków. Większa liczba zwrotów z akcji przebijających jednocześnie benchmark WIG i NCIndex pojawiła się dopiero 12 miesięcy od momentu zmiany rynku (tab. 2).

Tabela 2

Zmiany kursu akcji spółek, które przeniosły się na rynek regulowany (%)

Lp.	Nazwa spółki/kurs	Stopa zwrotu z akcji 1 mies.	Stopa zwrotu WIG 1 mies.	Stopa zwrotu NCIndex 1 mies.	Stopa zwrotu z akcji 6 mies.	Stopa zwrotu WIG 6 mies.	Stopa zwrotu NCIndex 6 mies.	Stopa zwrotu z akcji 12 mies.	Stopa zwrotu WIG 12 mies.	Stopa zwrotu NCIndex 12 mies.
1	MW Trade	-34,98	-6,42	-3,90	-28,14	15,92	3,31	56,65	44,73	23,35
2	Centrum Klimy	-3,39	-17,35	-9,55	80,65	3,12	1,29	63,23	42,54	25,74
3	Fast Finance	-33,04	1,66	-3,99	-17,86	8,55	0,02	-32,14	14,13	-5,65
4	Pragma Inkaso	-0,66	-0,23	-2,89	30,52	15,63	8,71	56,65	18,51	-1,78
5	LST Capital	-35,29	-0,43	-2,18	-32,68	12,56	12,69	-18,30	21,37	0,00
6	Tesgas-PD	2,23	0,37	-3,24	1,15	14,62	9,72	-21,46	13,78	-7,88
7	Krynicki Recykling	-3,50	0,00	5,82	-7,00	9,71	-2,88	-34,25	-11,32	-29,96
8	Trans Polonia	-1,50	3,69	-2,40	-7,48	6,80	-11,79	-16,57	-18,29	-35,29
9	PTI	19,62	2,91	-0,92	-29,73	8,20	-10,29	37,94	-15,02	-35,25
10	EKO Eksport	-16,41	-0,90	-0,73	-10,23	0,68	-12,21	-3,57	-21,19	-34,60
11	Wadex	-0,90	0,43	-2,56	-8,75	0,74	-12,91	-31,47	-19,61	-32,76
12	Euroimplant	-20,83	2,77	2,48	-58,33	-21,37	-25,03	-64,58	-15,69	-27,86
13	Quercus TFI	3,01	2,89	2,85	-46,49	-21,27	-24,54	-23,08	-15,10	-26,49
14	Grupa ADV	-2,44	-2,98	-2,33	-48,72	-21,06	-28,46	-10,21	-18,95	-28,96
15	WDM	-33,33	-13,65	-13,51	-35,00	-14,18	-20,50	-51,67	-15,31	-34,40
16	IQ Partners	-17,43	1,37	2,70	-33,94	3,17	-1,67	-17,02	12,48	-18,30
17	Mo-Bruk	-24,70	-6,50	-6,60	-45,45	10,02	-14,19	-	-	-
18	Voxel	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Kolorem jasnym szarym oznaczono stopy zwrotu z akcji wyższe jednocześnie od zmian indeksów WIG oraz NCIndex. Kolorem czarnym oznaczono stopy zwrotu z akcji niższe jednocześnie od zmian indeksów WIG i NCIndex.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych historycznych <http://www.gpw.pl/> akcje\_i\_pda\_notowania\_ciagle\_pelna\_wersja#e (2.11.2012).

<sup>20</sup> Wzrost wartości może być uzasadniony zmianami struktury właścicielskiej, a następnie przejęciem całości kapitału akcyjnego przez jednego inwestora, zakończonego przymusowym wykupem akcji.

Niekorzystne zmiany kursu akcji spółek przechodzących z rynku NewConnect, które w praktyce oznaczały utratę wartości przez właścicieli, nie były zasadniczo pochodną bieżących wyników finansowych. Wszystkie podmioty, poza spółkami Euroimplant i Voxel, w roku przejścia na GPW były rentowne. Parametry fundamentalne spółek przechodzących nie były tym samym ujmowane w krótkoterminowej wycenie.

## 7. Zmiany spreadów spółek przenoszonych z NewConnect na rynek regulowany GPW

Jedną z kategorii określających zmianę wartości i płynność obrotu akcjami spółek po przejściu z rynku NC na GPW może być poziom spreadów, tzn. różnic w cenie pomiędzy najlepszą ofertą sprzedaży oraz najlepszą ofertą kupna znajdujących się w arkuszu zleceń. W przypadku obrotu akcjami w formie rynku regulowanego bądź alternatywnego spread występuje pomiędzy momentami zawarcia transakcji a jego wysokość jest pochodną częstotliwości i wartości zawieranych transakcji. Spółki z największą płynnością akcji na rynku regulowanym GPW, mają spread w przedziale od 10 do 30 punktów bazowych. Na rynku NC najbardziej płynne spółki osiągają spread w przedziale 200–300 p.b. Wyniki poniżej 200 p.b. zdarzają się, ale należą do rzadkości.

Tabela 3

Zmiana spreadu w spółkach, które przeniósł się na rynek regulowany

Nazwa spółki	Spread średni 4Q przed debiutem	Spread 1Q przed debiutem	Spread 1Q po debiucie	Spread średni 4Q po debiucie
MW Trade	453	563	664	348
Centrum Klimat	444	421	353	347
Fast Finance	471	461	282	255
Pragma Inkaso	330	302	153	221
LST Capital	467	253	204	234
Tesgas	273	242	98	96
Krynicki Recykling	387	249	142	210
Trans Polonia	783	839	276	383
PTI	613	800	482	335
Eko Eksport	216	191	109	128
Wadex	459	395	202	296
Euroimplant	183	148	205	323
Quercus TFI	339	299	155	234
ADV	322	171	146	315
WDM	226	200	302	323
IQ Partners	291	381	301	330
Mo-Bruk	517	536	504	491
Voxel	189	159	-	-

Kolorem szarym oznaczono rozszerzenie spreadu względem odpowiadającego okresu przed debiutem na GPW.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Biuletyn statystyczny NewConnect*, GPW w Warszawie, IV kwartał 2007 – III kwartał 2012; *Biuletyn statystyczny GPW*, GPW w Warszawie, IV kwartał 2008 – III kwartał 2012.

Badając zależność pomiędzy przejściem z rynku NC na GPW a wysokością spreadu, należy wskazać, że w 14 z 17<sup>21</sup> przypadków nastąpiła jego obniżka pomiędzy ostatnim kwartałem notowania na rynku NC i pierwszym kwartałem notowania na GPW (średnio o ok. 158 p.b.)<sup>22</sup>. W przypadku porównania średniego poziomu spreadów rok przed zmianą rynku i rok po zmianie, również 14 spółek osiągnęło obniżkę spreadu (średnio o 156 p.b.). Dwie spółki (Euroimplant i WDM) odnotowały wzrost spreadu zarówno w okresie kwartału, jak i roku po debiucie (tab. 3).

Zmniejszenie spreadu od momentu debiutu może być traktowane jako forma rekompensaty zmiany rynku dotychczasowym właścicielom. Nie jest to jednak wartość pozwalająca na uzyskanie całkowitego korzystnego wyniku inwestycyjnego w krótkim czasie z tytułu przeniesienia z rynku NC na GPW.

## Podsumowanie

Rynek NC jest niewątpliwie strukturą potrzebną rozwijającemu się polskiemu systemowi finansowemu oraz małym i średnim przedsiębiorstwom, które poszukują kapitału na działalność innowacyjną, ale obciążoną większym ryzykiem. System obrotu NC może być traktowany jako etap przejściowy w rozwoju przedsiębiorstw przed ich notowaniem na GPW. Niemniej, w tym zakresie widoczna jest nadal bardzo duża dysproporcja pomiędzy stosunkowo dużą liczbą debiutów na NC i GPW oraz relatywnie małą liczbą przeniesień z NC. Korzyści, które osiągają spółki i ich właściciele ze zmiany rynku notowania nie są jednoznaczne. W większości przypadków, przeniesienie spowodowało utratę wartości zarówno w ujęciu absolutnym (spadek wartości akcji po przeniesieniu na rynek regulowany), jak i względnym, tzn. na tle indeksu WIG i NCIndex. Spośród 18 przeniesień z NC w ciągu roku, jedynie siedem pozwoliło inwestorom osiągnąć stopę zwrotu lepszą niż benchmark (WIG i NCIndex), przy czym tylko cztery (MW Trade, Centrum Klima, Pragma Inkaso, PTI) pozwoliły na osiągnięcie dodatniej stopy zwrotu w ciągu roku od debiutu. Inwestorzy w niewielu przypadkach (3–4 spółki) osiągnęli też korzyści w krótkim terminie, tzn. w momencie debiutu lub do sześciu miesięcy po nim. Częściową rekompensatą z tytułu przeniesienia był spadek spreadu, zmniejszający ryzyko braku możliwości odsprzedaży akcji. Na podstawie opracowania danych pochodzących z GPW można przyjąć, że premia z tytułu poprawy płynności na rynku regulowanym wynosi ok. 1,5%. Poziom premii nie rekompensuje jednak skali utraty wartości akcji w trakcie zmiany rynku i w okresie późniejszym (w ujęciu bezwzględnym i względnym). Na podstawie przedstawionych badań nie można zatem zweryfikować pozytywnie hipotezy o krótkoterminowym tworzeniu wartości dla akcjonariuszy poprzez zmianę rynku z NC na GPW.

<sup>21</sup> Spółka Voxel nie była brana pod uwagę ze względu na bardzo krótki czas jej obecności na rynku regulowanym.

<sup>22</sup> Obliczenia własne na podstawie *Biuletyn statystyczny NewConnect, GPW w Warszawie*, I kwartał 2007–III kwartał 2012 r.

**A TRANSFER COMPANIES FROM ALTERNATIVE TRADING SYSTEM OF  
NEWCONNECT INTO REGULATED MARKET OF WSE – AIMS, CONDITIONS,  
EFFECTS**

**Summary**

This paper describes functioning of process of transition of companies from Polish alternative trading system NewConnect (NC) into regulated market of Warsaw Stock Exchange (WSE). The paper focuses on rules and features of NC as well as reasons of entering into this trading system by small and medium companies. In the paper there are also pointed out major problems of NC functioning, especially liquidity-related. The main part of the paper is dedicated to the process of transition of companies from NC into regulated market. The analysis includes main reasons, conditions and effects of changing of the market. There are also presented results of investigations of rates of return as well as market quotations spreads of companies transferred from NC into WSE.

*Translated by Michał Buszko, Bożena Kołosowska*