

Dominika Kordela

Znaczenie narzędzi ochrony interesów inwestorów na rynku alternatywnym

Ekonomiczne Problemy Usług nr 102, 503-511

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, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

DOMINIKA KORDELA
Uniwersytet Szczeciński

ZNACZENIE NARZĘDZI OCHRONY INTERESÓW INWESTORÓW NA RYNKU ALTERNATYWNYM

Wprowadzenie

Spółki notowane na polskim rynku alternatywnym NewConnect to głównie mikro i małe przedsiębiorstwa. Analiza sum bilansowych oraz wartości obrotów netto wykazanych w dokumentach informacyjnych debiutujących przedsiębiorstw wskazuje, że 72% notowanych spółek to mikroprzedsiębiorstwa, a 23% to małe podmioty gospodarcze¹. W przypadku większości badanych spółek² następujące kryteria jakościowe³:

- samodzielność ekonomiczna i prawna właściciela i związana z tym jego dominacja, łączenie funkcji menedżerskich i właścicielskich,
- prosta struktura organizacyjna,
- ograniczone zasoby ludzkie i finansowe, a co z tym związane dominacja kapitału własnego mającego postać oszczędności własnych przedsiębiorcy, finansowanie pożyczkami od rodziny i znajomych,
- relatywnie niewielki udział w rynku, działalność zwykle ograniczona jest do rynku lokalnego lub regionalnego,

potwierdzają przynależność zdecydowanej większości spółek notowanych na rynku alternatywnym NewConnect do sektora MŚP.

Regulacje rynku NewConnect w zakresie procesu emisyjnego oraz obowiązków notowanych przedsiębiorstw zostały dostosowane do potrzeb oraz możliwości mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, o czym świadczy dynamiczny rozwój rynku pod względem liczby debiutów. Jednak regulacje rynku papierów wartościowych powinny również uwzględniać interes i oczekiwania inwestorów. G. Łukasik wskazuje, że przy określaniu szans i możliwości pozyskania kapitału na rynku papierów wartościowych należy brać pod uwagę motywacje i strategie działania

¹ Szerzej D. Kordela, *Ocena procedur i kosztów rynku alternatywnego NewConnect z punktu widzenia emitentów*, w: *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro, małych i średnich przedsiębiorstw – Mikrofirma 2012*, red. J. Buko, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 695, Ekonomiczne Problemy Usług nr 80, Szczecin 2012, s. 198–206.

² Badania dotyczące oceny profilu spółek notowanych na rynku alternatywnego NewConnect autorka przeprowadziła od czerwca do września 2010 roku, badaniem objęto 154 przedsiębiorstwa.

³ *Finanse małego przedsiębiorstwa w teorii i praktyce zarządzania*, red. H. Zadora, C.H. Beck 2009, Warszawa 2009, s. 17–18; *Zarządzanie małą i średnią firmą. W teorii i ćwiczeniach*, red. M. Matejun, Difin 2012, Warszawa 2012, s. 15–17.

dwóch stron transakcji, tj. inwestorów oraz emitentów⁴. Uprawnione wydaje się zatem stwierdzenie, że rozwój rynku papierów wartościowych w znacznym stopniu zależy od zaspokojenia potrzeb oraz oczekiwań strony popytowej i podażowej. Powyższe następuje poprzez odpowiednie wewnętrzne regulacje rynku, z jednej strony umożliwiające emitentom relatywnie tani i prosty dostęp do rynku, z drugiej strony zabezpieczające interesy inwestorów (m.in. dostęp do informacji, bezpieczeństwo obrotu, realizację oczekiwanej stopy zwrotu).

Pomimo imponującego rozwoju NewConnect mierzonego liczbą notowanych przedsiębiorstw oraz wysokością pozyskanego przez podmioty gospodarcze kapitału, poważną słabością rynku jest niewielkie zaangażowanie wszystkich grup inwestorów. Skutkiem tego rynek charakteryzują niskie obroty oraz niskie wartości transakcji. Inwestorzy dysponują ograniczonymi informacjami na temat sytuacji ekonomicznej i finansowej emitentów, ponieważ wymagania i procedury dla spółek debiutujących na rynku alternatywnym NewConnect są mniej restrykcyjne⁵. Ryzyko inwestycyjne jest więc wyższe niż na rynku regulowanym. Ponadto, pomimo ograniczonych obowiązków, nie wszystkie spółki notowane na NewConnect wiążą się z nich rzetelnie. Organizator rynku alternatywnego – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie odnotowuje, że niektóre spółki lekceważą terminowe składanie raportów bieżących, co utrudnia inwestorom dokonywanie analiz i podejmowanie decyzji, a także może zniechęcać do inwestowania na NewConnect oraz negatywnie wpływać na wizerunek rynku. Konieczne więc wydają się działania mające na celu wzmocnienie strony popytowej rynku, bowiem większe zaangażowanie inwestorów wpływa również na możliwości rozwoju notowanych przedsiębiorstw. Celem artykułu jest przedstawienie i ocena działań GPW w Warszawie (organizatora rynku NewConnect), mających na celu zwiększenie ochrony interesów inwestorów i zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego oraz określenie ich znaczenia dla emitentów, inwestorów, a także samego rynku alternatywnego.

1. Rozwój rynku NewConnect w latach 2007–2012

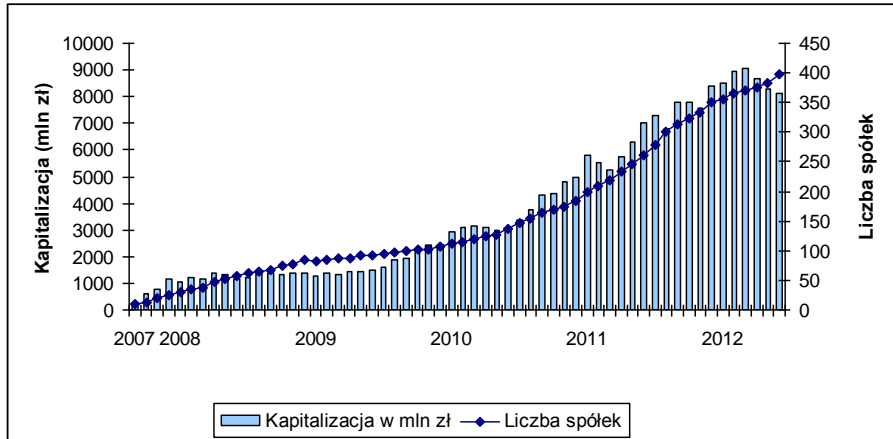
Rynek NewConnect w latach 2007–2012 charakteryzował się nierównomiernym rozwojem, strona podażowa rozwijała się bardzo dynamicznie, natomiast wskaźniki strony popytowej przez pięć lat nie wykazywały tendencji wzrostowej. Zaledwie 17% procent inwestorów indywidualnych angażuje swoje środki na NewConnect. Ponad połowa badanych przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidual-

⁴ G. Łukasik, *Motywacje inwestorów a szanse pozyskania kapitału na rynku finansowym*, w: *Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej. Finanse przedsiębiorstw*, red. Z. Dresler, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków 2004, s. 33.

⁵ Przedsiębiorstwa m.in. nie mają obowiązku sporządzania prospektu emisyjnego, nie istnieje wymóg minimalnego okresu działalności ani minimalnej kapitalizacji. Dokumentacja procesu emisyjnego nie podlega kontroli i zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego. Ponadto, obowiązki informacyjne dla notowanych przedsiębiorstw również zostały zliberalizowane.

nych nie planuje w przyszłości inwestycji na NewConnect⁶.

W badanym okresie bardzo dynamicznie zwiększała się liczba notowanych spółek (NewConnect pod tym względem należy do najlepszych rynków alternatywnych w Europie), a od początku 2010 roku również kapitalizacja rynku (rys. 1).



Rysunek 1: Kapitalizacja rynku i liczba notowanych spółek w okresie 2007–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z www.newconnect.pl (10.11.2012).

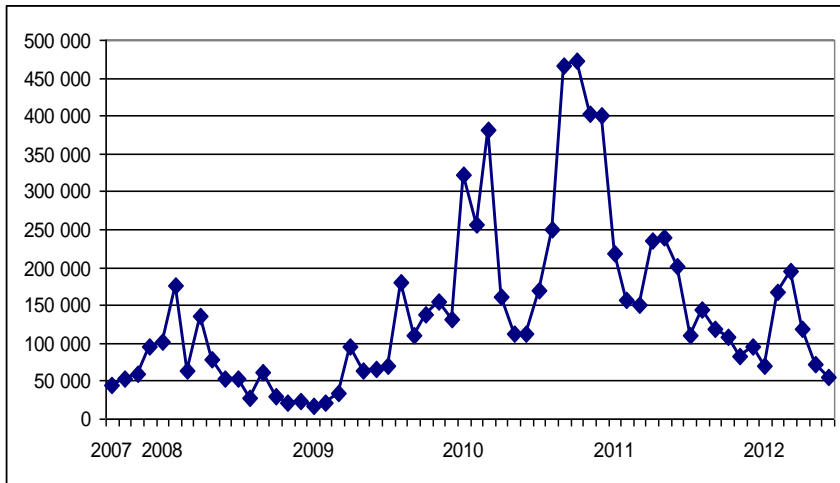
Przez pierwsze cztery lata funkcjonowania NewConnect (do końca 2011 r.) dynamicznie wzrastała także liczba debiutów i wartość ofert. Rok 2011 był najlepszy pod względem liczby debiutów (172 nowe spółki) i wartości akcji wprowadzonych do obrotu (607 393 923 zł). W pierwszej połowie 2012 roku zauważalny był spadek zarówno liczby debiutów (49 nowych przedsiębiorstw zdecydowało się na debiut), jak i wyraźny spadek wartości ofert o 76% w porównaniu z pierwszym półroczem roku 2011.

Przedsiębiorstwa emitując akcję na NewConnect osiągnęły oczywisty cel w postaci pozyskanego kapitału, ale również osiągnęły inne korzyści m.in. podniesienie wiarygodności i prestiżu przedsiębiorstwa oraz promocja spółki. Badane przedsiębiorstwa pozyskane środki finansowe przeznaczyły na rozszerzenie działalności, wprowadzenie nowych technologii oraz rozbudowę przedsiębiorstwa.

Rynek papierów wartościowych oprócz funkcji mobilizacji kapitału umożliwiać powinien wycenę kapitału. Właściwa wycena przedsiębiorstwa, wzrost jego wartości rynkowej oraz dobre relacje inwestorskie, to również korzyści, które powinny wynikać z faktu notowania na rynku giełdowym. W przypadku NewConnect właściwa wycena przedsiębiorstw na rynku wtórnym nie jest możliwa ze względu na niskie obroty i niską wartość transakcji. Na rynku odnotowuje się bardzo niską średnią wartość transakcji, która w zależności od badanego miesiąca, oscyluje w granicach 1000–2500 zł. Kolejny popytowy wskaźnik – wartość obrotów charak-

⁶ Ogólnopolskie Badanie Inwestorów Indywidualnych OBI, 2008, 2009, 2010, 2011, www.sii.org.pl (15.11.2012).

teryzuje się dużą zmiennością (rys. 2).



Wykres 2: Wartość obrotów na rynku NewConnect w tys. zł w latach 2007–2012

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z www.newconnect.pl (10.11.2012).

W okresach pesymistycznych nastrojów na rynkach giełdowych (druga połowa 2008 do połowy 2009 r., drugie półrocze 2010 i drugie półrocze 2011 r.), wartość obrotów wyraźnie spada. W pierwszej połowie 2012 roku spadła do poziomów z początku działalności rynku, czyli roku 2007.

W przypadku zdecydowanej większości, akcje spółek notowanych na NewConnect charakteryzują ujemne stopy zwrotu (w roku 2008 wszystkie notowane przedsiębiorstwa odnotowały ujemną roczną stopę zwrotu, w roku 2009 – 55% spółek skończyła rok na minusie, w 2010 – 72%, a w roku 2011 – 80%)⁷. Statystyki nie zachęcają do angażowania środków finansowych w spółki notowane na NewConnect, zwłaszcza że przy spadającej wartości obrotów wyjście z inwestycji (nawet ze stratą) jest utrudnione.

Emitenci i inwestorzy tracą na spadającej wartości przedsiębiorstw, nie są to wyłącznie straty finansowe, do kosztów należą również m.in. spadek prestiżu spółki, brak możliwości pozyskania kapitału przez nową emisję akcji, wycofanie się inwestorów z inwestycji w spółkę bądź w ogóle z rynku a tym samym ograniczone możliwości dalszego rozwoju przedsiębiorstwa.

Konsekwencją powyższych faktów i praktyk jest zniechęcenie inwestorów wynikające z wysokiego ryzyka, które nie jest rekompensowane ponadprzeciętnymi zyskami. W warunkach zaniedbywania przez część spółek relacji inwestorskich, niewywiązywania się ze swoich obowiązków oraz dość swobodnego i wybiórczego traktowania ciążących na nich obowiązków trudno oczekiwać zmiany w nastawieniu inwestorów do rynku, a w konsekwencji wzmocnienia strony popytowej.

⁷ Obliczenia własne na podstawie danych statystycznych z www.newconnect.pl (15.11.2012).

Niezbędne są więc inicjatywy organizatora rynku NewConnect mające na celu ochronę inwestorów i skutkujące zwiększonym zainteresowaniem rynkiem wśród wszystkich grup inwestorów, na co autorka wskazywała w swoich wcześniejszych publikacjach⁸. W roku 2012 Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie podjęła wiele takich działań.

2. Narzędzia ochrony interesów inwestora na NewConnect

Narzędzia ochrony interesów inwestorów można podzielić na:

- regulacje prawne dotyczące obrotu instrumentami finansowymi,
- regulacje rynku odnośnie do obowiązków emitentów,
- sankcje nakładane na emitentów,
- działalność informacyjną organizatora rynku w zakresie ryzyka inwestycyjnego.

Przedmiotem analizy w niniejszym artykule, z wymienionych wyżej czterech grup narzędzi ochrony interesów inwestorów, będą sankcje nakładane na emitentów oraz działalność informacyjna organizatora rynku w zakresie ryzyka inwestycyjnego.

Podstawowym narzędziem jakim dysponuje organizator rynku alternatywnego – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie wobec spółek, niewywiązujących się lub nienależycie wywiązujących się z obowiązków związanych z obecnością na rynku, są sankcje nakładane przez Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych. Zgodnie z Regulaminem Alternatywnego Systemu Obrotu z 20 czerwca 2012 roku, Zarząd GPW wobec emitenta nieprzestrzegającego zasad i przepisów lub niewywiązującego się z obowiązków, wynikających z faktu notowań na NewConnect może zastosować następujące narzędzia⁹:

- upomnienie emitenta,
- nałożenie kary pieniężnej w wysokości do 20 000 zł,
- zawieszenie obrotu instrumentami finansowymi emitenta,
- wykluczenie instrumentów finansowych z obrotu.

Powyższe sankcje organizator NewConnect może stosować łącznie, tj. na przykład może podjąć decyzję o karze finansowej i zawieszeniu obrotu instrumentami finansowymi. Ponadto, jeżeli organizator rynku alternatywnego podejrzewa, że „zakres, sposób lub okoliczności prowadzenia przez emitenta działalności mogą mieć negatywny wpływ na bezpieczeństwo obrotu jego instrumentami finansowymi w alternatywnym systemie lub na interes uczestników tego obrotu”¹⁰ może zob-

⁸ D. Kordela, *Rozwój i konkurencyjność rynku NewConnect w świetle wybranych wskaźników rynku*, w: *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki*, red. K. Jajuga, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 174, Wrocław 2011, s. 112–123; D. Kordela, *Ocena inwestycji na NewConnect na podstawie płynności rynku i stopy zwrotu z akcji*, w: red. P. Karpuś, J. Węclawski, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H, Oeconomia*, vol. XLVI, Lublin 2011, s. 347–359.

⁹ Paragraf 7 Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu według stanu prawnego z 20 czerwca 2012 r.

¹⁰ Paragraf 15 B Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu według stanu prawnego z 20 czerwca 2012 r.

wiązać emitenta do zlecenia podmiotowi świadczącemu usługi doradztwa finansowego, doradztwa prawnego lub audytu finansowego, dokonania analizy sytuacji finansowej i gospodarczej emitenta oraz jej perspektyw na przyszłość. Efektem analizy powinien zostać dokument, zawierający wyniki dokonanej analizy, który zostanie opublikowany w formie raportu bieżącego.

W ramach działalności informacyjnej organizatora rynku w zakresie ryzyka inwestycyjnego można wyróżnić narzędzie służące ochronie interesów inwestorów jakim jest segmentacja rynku. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jako organizator rynku NewConnect stworzyła trzy segmenty w ramach rynku alternatywnego – jeden promujący, dwa negatywne:

- NewConnect Lead,
- NewConnect High Liquidity Risk,
- NewConnect Super High Liquidity Risk.

Segment Lead został stworzony w celu lepszego pozycjonowania wyróżniających się spółek. Kwalifikowane do niego są notowane przedsiębiorstwa, wyróżniające się na tle rynku pod względem kapitalizacji (wyższa niż 5 mln euro), płynności obrotu (co najmniej 5 transakcji dziennie lub średnia wartość obrotu min. 5 000 zł, transakcje zawierane co najmniej na połowie sesji w ostatnich sześciu miesiącach) oraz ryzyka inwestycyjnego (średni kurs akcji wyższy niż 50 gr a zmienność w granicach 15%)¹¹. W segmencie mogą się znaleźć spółki notowane na rynku NewConnect co najmniej rok, rzetelnie wypełniające obowiązki informacyjne oraz stosujące zasady ładu korporacyjnego.

Wyodrębnienie segmentów High Liquidity Risk oraz Super High Liquidity Risk ma na celu ochronę interesów inwestorów przez wskazanie spółek charakteryzujących się wysokim ryzykiem inwestycyjnym.

Podstawą zakwalifikowania akcji danej spółki do jednego z tzw. negatywnych segmentów mogą być następujące kryteria:

- ogłoszenie upadłości emitenta,
- otwarcie likwidacji emitenta,
- zmienność kursu instrumentów finansowych,
- płynność instrumentów finansowych,
- wartość rynkowa akcji emitenta.

Do segmentu High Liquidity Risk zakwalifikowane są spółki, których średnia wartość akcji w obrocie wynosi mniej niż 1 mln zł. Do segmentu Super High Liquidity Risk kwalifikowane są natomiast akcje spółek o wartości rynkowej akcji w obrocie poniżej 1 mln zł, których średni kurs akcji kształtuje się poniżej 10 gr a średnia zmienność przekracza 10%. W segmencie tym znajdują się także emitenci, w stosunku do których nastąpiło otwarcie likwidacji lub jeśli ogłoszono jego upadłość¹². Zestawienia spółek ujętych w negatywnych segmentach są publikowane na stronie internetowej NewConnect, ponadto są oznaczone w serwisach informacyj-

¹¹ Paragraf 2 Uchwały z dnia 16.03.2010 (z późn. zm., z dnia 17.07.2012 r.) w sprawie wyodrębnienia segmentów rynku NewConnect oraz zasad i procedury kwalifikacji do tych segmentów.

¹² Paragraf 3,4 Uchwały z dnia 16.03.2010 (z późn. zm., z dnia 17.07.2012 r.) w sprawie wyodrębnienia segmentów rynku NewConnect oraz zasad i procedury kwalifikacji do tych segmentów.

nych GPW.

Negatywne segmenty zostały wprowadzone w regulacjach NewConnect przez organizatora rynku, tj. Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie dopiero po pięciu latach funkcjonowania rynku, w lipcu 2012 roku. Przed wprowadzeniem nowych regulacji emitenci niewywiązujący się ze swoich obowiązków informacyjnych byli upominani i karani nakładanymi sankcjami finansowymi. Formą dyscyplinowania było również usunięcie spółek z segmentu Lead. W wyniku pierwszej weryfikacji składu segmentu Lead wykluczone zostały cztery spółki¹³, dwie za niespełnienie kryteriów ilościowych¹⁴ oraz dwie za naruszenie obowiązków informacyjnych¹⁵. Wykluczenie spółki z segmentu Leads za naruszenie obowiązków informacyjnych, a więc z powodów, na które spółka ma wpływ ze względu na zaniedbania, to znaczący problem wizerunkowy, osłabiający pozycję rynkową i mogący wpływać na mniejsze zainteresowanie inwestorów.

Organizator NewConnect coraz restrykcyjnej podchodzi do przestrzegania zasad i obowiązków na NewConnect i karze spółki zawieszeniem obrotów i karami finansowymi. W kolejnej części artykułu zaprezentowano statystykę stosownych sankcji.

3. Wykorzystanie narzędzi ochrony interesów inwestorów w 2012 roku

Od momentu wprowadzenia w życie nowego Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu w czerwcu 2012 roku, Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych regularnie używa narzędzi sankcjonujących w postaci kar pieniężnych, zawieszenia obrotu akcjami i wykluczania akcji z obrotu.

Giełda do połowy listopada 2012 roku nałożyła kary pieniężne na trzynaście spółek notowanych na NewConnect. Podstawą nałożenia wszystkich kar było niewypełnienie bądź nienależyte wykonywanie obowiązków informacyjnych, w szczególności przekazanie niekompletnego raportu rocznego (brak opinii i raportu podmiotu dokonującego audyt) lub nieprzekazanie w określonym terminie raportu rocznego. Pięciu emitentów otrzymało karę w wysokości 5000 zł, a ośmiu karę w wysokości 10 000 zł. Zarząd GPW nie zastosował najwyższej możliwej kary pieniężnej w wysokości 20 000 zł.

W okresie lipiec–listopad 2012 roku, czyli od momentu wprowadzenia nowych regulacji w alternatywnym systemie obrotu NewConnect, Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych podjął dziesięć decyzji dotyczących zawieszenia obrotu akcjami, z czego pięć z powodu nieprzekazania przez emitenta raportu kwartalnego, trzy na wniosek emitenta oraz dwa kierując się bezpieczeństwem i interesem uczestników obrotu.

Ponadto, w ciągu wspomnianych czterech miesięcy, na podstawie uchwał Zarządu GPW wykluczono z obrotu na NewConnect akcje sześciu spółek:

- dwa przedsiębiorstwa (IQ Media SA i Serenity SA) z powodu niewykonywania

¹³ www.newconnect.pl (1.07.2010).

¹⁴ Blumerang Pre IPO S.A. i R&C Union SA.

¹⁵ Wealth Bay SA i WDM SA.

- lub nienależytego wykonywania obowiązków informacyjnych,
- trzy spółki (Tonsil Acoustic Company SA, Greek Technology SA oraz F24 SA), z powodu istniejących wątpliwości co do rzeczywistego charakteru i celu obecności na rynku NewConnect,
- Dom Maklerski TMS Brokers SA z powodu zniesienia dematerializacji akcji.

Z punktu widzenia interesów inwestora istotne są także specjalne oznaczenia akcji poprzez umieszczenie odnośników w postaci liczb porządkowych, które mają informować o szczególnych sytuacjach spółki. Zarząd GPW w badanym okresie zastosował te oznaczenia sześć razy, w czterech przypadkach spółki złożyły do sądu wnioski o upadłość (stąd decyzja GPW o specjalnych oznaczeniu akcji, mająca na celu ochronę informowanie inwestorów), w dwóch pozostałych uchwałach decyzja o oznaczeniu wynikała z ogłoszenia przez sąd upadłości spółki.

Na rynku NewConnect, gdzie obowiązują mniej restrykcyjne wymogi informacyjne wobec emitentów szczególnie istotne są narzędzia informacyjne, takie jak tworzenie segmentów oraz szczególne oznaczenia akcji. Nabierają one dodatkowo znaczenia z uwagi na wysoką dynamikę wzrostu liczby notowanych spółek. Wzrost liczby emitentów to oczywiście dowód rozwoju NewConnect, jednak utrudnia potencjalnym inwestorom analizę inwestycyjną i powoduje spadek przejrzystości rynku, stąd niezbędna jest segmentacja rynku.

Segmenty High Liquidity Risk oraz Super High Liquidity Risk funkcjonują od połowy lipca 2012 roku. Według stanu na 19.11.2012 r., w skład segmentu High Liquidity Risk wchodziło 134 spółki z 418 ogółu notowanych, a w segmencie Super High Liquidity Risk było ujętych 19 emitentów. Świadczy to o tym, że ponad jedna czwarta notowanych spółek, to emitenci których średnia wartość akcji w obrocie jest bardzo niska, poniżej 1 mln zł, co po pierwsze może utrudniać wejście z inwestycji (przy niewielkiej kapitalizacji z reguły niskie są także obroty i ogólnie płynność akcji). A po drugie, niewielka wartość rynkowa akcji w obrocie przy dodatkowo niskich obrotach akcji emitenta może ułatwiać oddziaływanie jednego zlecenia na kurs oraz manipulację kursem.

Podsumowanie

Stosowane narzędzia, mające na celu ochronę interesów inwestorów z jednej strony działają prewencyjnie, mobilizują spółki do dyscypliny i rzetelnego wykonywania obowiązków. Z drugiej strony, ich stosowanie nie uderza wyłącznie w spółki, w ich prestiż, dobre imię czy finanse. Przy karach pieniężnych, skutki stosowanych narzędzi dyscyplinujących odczuwają paradoksalnie również sami inwestorzy – akcjonariusze karanych spółek.

Przykładem na powyższe stwierdzenie jest wykluczenie akcji emitenta z obrotu jako narzędzie ochrony interesów inwestorów. Bez wątpienia jest to narzędzie prewencyjne, mające na celu ochronę interesów inwestorów i bezpieczeństwa obrotu, jednak konsekwencje wykluczenia akcji z obrotu odczuwają również akcjonariusze spółki. Mają oni bowiem utrudnioną możliwość sprzedaży akcji, mogą to zrobić ewentualnie na rynku nieregulowanym po wycofaniu akcji z obrotu na NewConnect, co jest niewątpliwie sporą komplikacją: indywidualne szukanie inwestora zainteresowanego kupnem akcji, a później ich sprzedaż na podstawie umów cywilno-

prawnych. Również zawieszenie obrotu oraz klasyfikacja do tzw. negatywnych segmentów może utrudnić wyjście z inwestycji akcjonariuszom ukaranej spółki.

Pomimo kontrowersji jakie budzą konsekwencje stosowania sankcji należy podkreślić, że Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie długo tolerowała nierzetelność niektórych spółek i ich lekceważący stosunek do obowiązków. Wśród przedsiębiorstw o ambitnych planach rozwojowych znalazły się również spółki wykorzystujące NewConnect w celu szybkiego i taniego pozyskania kapitału. Sprowadzenie roli NewConnect wyłącznie do kapitałodawcy wypacza sens istnienia tego rynku jako giełdy papierów wartościowych. Rynek NewConnect powinien spełniać funkcje mobilizacji, transformacji i wyceny kapitału, nie może być postrzegany przez przedsiębiorców tylko jako „tani kapitałodawca”. Do rozwoju tego rynku niezbędni są inwestorzy, a ci będą angażować swoje środki w wiarygodne instrumenty.

Znaczenie narzędzi ochrony interesów inwestorów jest więc istotne, co oczywiste nie tylko z punktu widzenia akcjonariuszy i potencjalnych inwestorów. Notowanym spółkom planującym rozwój i ewentualny debiut na rynku regulowanym również zależy na rzetelnej i adekwatnej wycenie i na odpowiednim poziomie płynności. Segmentacja rynku informująca o ryzyku związanym z płynnością niektórych spółek oraz sankcje wobec przedsiębiorstw zaniebujących obowiązki emitentów zwiększają przejrzystość rynku i jego wiarygodność, a są co do cech kluczowe dla rozwoju rynku papierów wartościowych. Rynek alternatywny NewConnect powstał nie tylko w celu ułatwienia dostępu małym i średnim przedsiębiorstwom do kapitału, ale również, by umożliwić ich dalszy rozwój jako spółek giełdowych, do czego niezbędny jest rozwój samego rynku. Z kolei rynek nie będzie się rozwijał w warunkach niskich wartości obrotów, inwestorzy są *conditio sine qua non* dla rozwoju rynku i spółek na nim notowanych, nie będą jednak angażować swoich środków finansowych jeżeli ich interesy nie będą odpowiednio zabezpieczone.

THE SIGNIFICANCE OF THE MEASURES FOR PROTECTION THE INTEREST OF INVESTORS ON THE ALTERNATIVE STOCK MARKET

Summary

Investment on the alternative market are characterized by higher risk due to low capitalization of listed companies, lower liquidity and less restricted duties and responsibilities. Investors obtain less information about companies. The problem of the limited information access increase because not all listed companies do fulfill their obligation. The Warsaw Stock Exchange as the organizer of the alternative market NewConnect has changed the market's regulation by creation disciplinary measures that can both influence on companies and protect the interest of investors. In this article author presents this measures, their implementation and importance.

Translated by Dominika Kordela