

# Roman Asyngier

---

## Nieprawidłowości funkcjonowania rynku NewConnect - aspekty prawne i organizacyjne

---

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/4, 11-21

---

2012

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.

ROMAN ASYNGIER

*Nieprawidłowości funkcjonowania rynku NewConnect  
– aspekty prawne i organizacyjne*

---

Irregularities in the functioning of the NewConnect market – legal and organizational aspects

**Słowa kluczowe:** NewConnect, rynek kapitałowy, alternatywny system obrotu, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

**Key words:** NewConnect, capital market, multilateral trading facilities, Warsaw Stock Exchange

## Wstęp

Giełdy na świecie podlegają nieustannym, szybkim zmianom. Presja ze strony udziałowców i ambicje zarządzających decydują o fuzjach i przejęciach<sup>1</sup>. Połączone rynki, mogące zaoferować inwestorom łatwiejszy i tańszy dostęp do notowanych aktywów, stają się silniejsze w walce konkurencyjnej. W dobie narastającej konkurencji pomiędzy największymi rynkami obrotu wtórnego giełdy poszukują także nisz rynkowych, które mogą zagospodarować. Sprzyja to tworzeniu wielosegmentowej struktury obrotu instrumentami finansowymi.

Jednymi z najdynamiczniej rozwijającymi się segmentów tej złożonej struktury handlu instrumentami finansowymi są platformy obrotu papierami wartościowymi, nazywane zgodnie z dyrektywą Parlamentu Europejskiego alternatywnymi systemami

---

<sup>1</sup> Zob: R. Asyngier, *Zmiany na głównych rynkach giełdowych w Europie*, [w:] *Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej*, P. Karpuś, J. Węclawski (red.), Wydawnictwo UMCS, Lublin 2008, s. 364–370.

obrotu (ASO)<sup>2</sup>. W zamyśle rynki obrotu alternatywnego są tworzone dla spółek nowo powstających, innowacyjnych, działających w branżach dynamicznie rozwijających się, opartych na aktywach niematerialnych (branże nowoczesnych technologii). Cechują się podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym, ale pozwalają również inwestorom osiągać ponadprzeciętne stopy zwrotu, teoretycznie o wiele wyższe niż na regulowanych rynkach giełdowych.

W artykule zostanie zaprezentowana analiza danych statystycznych pokazująca rozwój rynku NewConnect oraz jego pozycję na tle innych alternatywnych systemów obrotu w Europie. Podjęta zostanie również próba uwypuklenie praktyk stosowanych przez emitentów i inwestorów wpływających na negatywne postrzeganie rynku. Ma to posłużyć realizacji celu artykułu. Jest nim zdefiniowanie obszarów działalności rynku NewConnect, które hamują jego rozwój, oraz wskazanie niezbędnych działań, jakie powinny zostać podjęte w celu poprawy jego funkcjonowania. Artykuł stanowi początek większych badań mających na celu uwypuklenie niedoskonałości funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego.

## 1. NewConnect na tle alternatywnych systemów obrotu w Europie

Historia rynków alternatywnego systemu obrotu w Europie łączy się nierozzerwalnie z powstaniem brytyjskiego rynku Alternative Investment Market. AIM, stworzony przez giełdę londyńską, stanowi nie tylko pierwszy tego typu rynek w Europie. Był i jest wzorem do naśladowania dla nowo tworzonych rynków ASO w Europie<sup>3</sup>.

AIM to obecnie zdecydowany lider tego segmentu obrotu pod niemal każdym względem. Prawie połowa kapitalizacji europejskich ASO i 75% ich obrotu przypada właśnie na ten rynek (tabela 1). Co ciekawe, kapitalizacja AIM, wynosząca ponad 61 mld euro, jest wyższa od kapitalizacji rynków giełdowych m.in. w Luksemburgu, Grecji i Czechach, nieznacznie ustępuje giełdzie wiedeńskiej, a od kapitalizacji giełdy warszawskiej jest dwukrotnie większa. Przy obrotach wynoszących ponad 15 mld euro (tylko w pierwszych czterech miesiącach 2012 r.) byłby średniej wielkości rynkiem giełdowym w Europie, nieznacznie ustępującym pod tym względem naszej rodzimej giełdzie<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> Alternatywne systemy obrotu (ang. *Multilateral Trading Facilities*) definiuje Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID).

<sup>3</sup> Krótki opis organizacji rynku AIM i innych liczących się rynków ASO w Europie można znaleźć m.in. w książce: *Giełdy kapitałowe w Europie*, U. Ziarko-Siwiek (red.), CeDeWu, Warszawa 2007. Zobacz również D. Kordela, *Alternatywne rynki papierów wartościowych w Europie – geneza, systematyka i rozwój*, [w:] *Finanse 2009 – teoria i praktyka. Rynki finansowe i ubezpieczenia*, W. Tarczyński, D. Zarzecki (red.), „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 550, „Ekonomiczne Problemy Usług” nr 40, Szczecin 2009.

<sup>4</sup> Dane na koniec kwietnia 2012 r. Wyliczenia własne na podstawie danych statystycznych FESE oraz LSE: [www.fese.eu/en/?inc=art&id=4](http://www.fese.eu/en/?inc=art&id=4) oraz [www.londonstockexchange.com/statistics/markets/aim/aim.htm](http://www.londonstockexchange.com/statistics/markets/aim/aim.htm) (7.05.2012).

Tabela 1. Dane statystyczne alternatywnych systemów obrotu w Europie (dane na koniec kwietnia 2012 r.)

Rynek ASO Giełda prowadząca rynek ASO	Liczba notowanych spółek	Kapitalizacja rynkowa (w mln EUR)	Wielkość wolumenu (w okresie I–IV 2012)		Średnia kapitalizacja spółki	Średni obrót przypadający na jedną spółkę (w tys. EUR)	Średnia wartość transakcji (w tys. EUR)
			Liczba transakcji	Obrót (w mln EUR)			
Alternative Market (EN.A) Athens Exchange	14	160,6	97	0,3	11,47	21,43	3,09
MAB Expansion BME (Spanish Exchanges)	21	474,8	b.d.	b.d.	22,61	x	x
Bratislava Stock Exchange	64	684,9	b.d.	b.d.	10,70	x	x
BETa CEESEG – Budapest	20	b.d.	3 613	9,4	x	470,00	2,60
Dritter Markt (MTF) CEESEG – Vienna	20	543,6	3 459	7,9	27,18	395,00	2,28
Emerging Companies Cyprus Cyprus Stock Exchange	9	512,7	b.d.	b.d.	56,97	x	x
Entry Standard Deutsche Börse	148	13 914,9	111 201	277,3	94,02	1 873,65	2,49
ESM Irish Stock Exchange	23	41 825,7	10 738	32,8	1 818,51	1 426,09	3,05
ISE Second National Market Istanbul Stock Exchange	64	4 782,1	5 416 160	3 687,1	74,72	57 610,94	0,68
AIM London Stock Exchange	1 117	61 195,0	2 295 437	15 269,2	54,79	13 669,83	6,65
Euro MTF Luxembourg Stock Exchange	229	318,7	273	7,6	1,39	33,19	27,84
First North Alternative Market NASDAQ OMX Nordic	126	3 592,2	328 713	769,8	28,51	6 109,52	2,34
Alternext NYSE Euronext	183	5 900,0	320 577	560,0	32,24	3 060,11	1,75
<b>NewConnect Warsaw Stock Exchange</b>	<b>375</b>	<b>2 107,6</b>	<b>315 407</b>	<b>131,6</b>	<b>5,62</b>	<b>350,93</b>	<b>0,42</b>
Łącznie/średnio	2 413,0	136 012,8	8 805 675,0	20 753,0	56,37	8 600,50	2,36

Źródło: dane statystyczne Federacji Giełd Europejskich oraz London Stock Exchange,

<http://www.fese.eu/en/?inc=art&id=4> oraz <http://www.londonstockexchange.com/statistics/markets/aim/aim.htm> (7.05.2012)

Kapitalizacja spółek i obroty na NewConnect są nieporównywalnie mniejsze w stosunku do wartości osiąganych na rynku AIM. Na tle pozostałych ASO w Europie NC jest pod tym względem typowym średniakiem. Zajmuje jednak drugie miejsce w zestawieniu liczby notowanych spółek. Jest to spowodowane niespotykaną na innych rynkach liczbą debiutów, które w latach 2010–2011 plasowały ogólnie polski rynek giełdowy na czołowych pozycjach na świecie<sup>5</sup>.

Pozostałe statystyki zaprezentowane w tabeli 1 są już dla naszego rodzimego ASO bardzo niekorzystne. Średnia kapitalizacja spółki na rynku europejskim jest dziesięciokrotnie wyższa od średniej dla NewConnect, a przeciętny obrót przypadający na jedną spółkę prawie dwadzieścia pięć razy wyższy. Pod względem wartości transakcji NC pozostaje zdecydowanym outsiderem.

## 2. Rozwój rynku NewConnect w latach 2007–2012

W sierpniu 2007 r. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie uruchomiła rynek NewConnect, wzorowany na innych tego typu rynkach na świecie. Polski ASO został stworzony z myślą o spółkach nowo powstających, z dużym potencjałem technologicznym i rozwojowym, poszukujących kapitału od kilkuset tysięcy do kilkudziesięciu mln złotych<sup>6</sup>. Działanie rynku określa przede wszystkim Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu, stworzony przez organizatora rynku, czyli giełdę warszawską<sup>7</sup>.

Od początku swego istnienia NC charakteryzował się zaskakująco szybkim tempem rozwoju, wyrażanym przede wszystkim dynamicznym wzrostem liczby notowanych spółek. Wraz z rosnącą liczbą emitentów rokrocznie zwiększała się kapitalizacja rynkowa spółek. Nawet załamania rynkowe w 2008 i 2011 r. nie zastopowały tej tendencji.

W całym badanym okresie rosły również obroty oraz liczba zawieranych na rynku transakcji. Warto jednak zwrócić uwagę, że dynamika wzrostu była tu znacznie mniejsza i nie dorównywała przyrostowi liczby spółek. Średnia kapitalizacja notowanych podmiotów oraz średnia wartość transakcji sesyjnych najwyższa była na początku istnienia rynku, a jedyny znaczący wzrost tych parametrów zanotowano przejściowo tylko w roku 2010. Wtedy też najwyższą wartość osiągnął średni obrót akcjami przypadający na jednego emitenta, po czym w roku 2011 gwałtownie się zmniejszył.

<sup>5</sup> Szczegółowe dane statystyczne opublikowane w raportach rocznych Światowej Federacji Giełd: [www.world-exchanges.org/statistics/annual-statistics-reports](http://www.world-exchanges.org/statistics/annual-statistics-reports) (7.05.2012).

<sup>6</sup> R. Pastusiak, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym: operacje giełdowe rynku publicznego i niepublicznego*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 375.

<sup>7</sup> Opis organizacji NC nie jest tematem tego artykułu. Szeroko o organizacji tego rynku traktuje książka A. Jagielnickiego, *NewConnect – nowa szansa na duże zyski*, Helion, Gliwice 2009. Aktualne zasady funkcjonowania oraz akty prawne regulujące działanie NC można znaleźć również na stronie [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl).

Tabela 2. Podstawowe statystyki rynku NewConnect w latach 2007–2012

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	I–IV 2012
Liczba notowanych spółek	24	84	107	185	351	375
Liczba debiutów	24	61	26	86	172	27
Stopy zwrotu NCIndex (%)	44,17	-73,51	30,14	27,65	-34,39	-2,16
Kapitalizacja rynkowa (mln zł)	1185	1 437	2 554	5 138	8 488	8 788
Wartość obrotów ogółem (mln zł)	152	420	581	1 847	1 954	612
Liczba transakcji	59 674	247 576	323 729	877 947	1 082 130	946 221*
Średnia kapitalizacja spółek (mln zł)	49,4	17,1	23,9	27,8	24,2	23,4
Średnia obrót przypadający na spółkę (mln zł)	6,33	5,00	5,43	9,98	5,57	4,90*
Średnia wartość transakcji na sesję (w zł)	2 535,16	1 669,07	1 667,13	1 997,08	1 717,43	1 715,96

\* Dane sprowadzone do porównywalności dla okresu rocznego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl)

O ile niską wartość obrotów przypadającą na jedną spółkę oraz wartość pojedynczej transakcji w latach 2008–2009 można wytłumaczyć sytuacją rynkową, o tyle danych za rok 2011 i pierwsze miesiące 2012 r. – już nie. Świadczą one o odwracaniu się inwestorów od NewConnect i zniechęceniu do podejmowania inwestycji. Należy zadać pytanie o to, jakie czynniki determinują problemy rozwojowe NC i wpływają na opisany wyżej stan rzeczy.

### 3. Problemy regulacyjne rynku NewConnect

Do najważniejszych zdefiniowanych problemów NC należy zaliczyć niedostateczny nadzór nad rynkiem ze strony organizującego obrót – GPW w Warszawie – oraz Komisji Nadzoru Finansowego. Objawia się to już na etapie wprowadzania instrumentów do publicznego obrotu. Dokumenty informacyjne wielokrotnie zawierają obietnice zysków niemające nic wspólnego z realną prognozą.

W tej kwestii jednym z najciekawszych przypadków z ostatnich miesięcy jest historia spółki Inwazja PC. Jest ona obecna na rynku od kwietnia 2011 r., a w czerwcu 2011 r. opublikowała dokument informacyjny w związku z nową emisją akcji. W dokumencie zawarła prognozy na pierwszy rok obrotowy, tj. od 13 sierpnia 2010 r. do 31 grudnia 2011 r. Prognozowane przychody miały przekroczyć 163 mln zł, a zysk 2 mln zł. 15 grudnia spółka dokonała korekty prognoz finansowych do poziomów odpowiednio 95 mln zł i 1,71 mln zł. 5 marca w stosownym komunikacie emitent

znów skorygował prognozy. Przychody miały spaść nieznacznie – do poziomu prawie 90 mln zł, ale zysk netto miał wynieść już tylko 490 tys. zł. Spółka jako przyczynę korekty prognozowanych wyników podała powódź w Tajlandii. Co ciekawe, we wcześniejszym komunikacie zdarzenie to zostało wymienione jako ostatnie. Niespełna miesiąc później (31 marca) emitent złożył w sądzie wnioski o upadłość spółki z możliwością zawarcia układu<sup>8</sup>.

Niedotrzymywanie prognoz finansowych i ich znaczące korekty po debiucie giełdowym stają się na rynku NewConnect nagminną praktyką, a firmy w tej kwestii stają się coraz bardziej bezczelne. Dowodem na to są dwa komunikaty z początku maja 2012 r. W jednym z nich Acreo SA obniżyła prognozę zysków o 88%, w drugim spółka Nemex odwołała prognozy, tłumacząc to prowadzeniem działań przy noszących pozytywne wyniki finansowe, trudne do oszacowania w przyszłości<sup>9</sup>.

Kolejna praktyka polega na przeprowadzeniu niewielkich ofert prywatnych, w których sprzedawane są małe, w stosunku do wszystkich wprowadzanych do obrotu akcji, oferty celem określenia wysokiego kursu odniesienia w dniu debiutu. Podobny efekt nieuczciwy emitent może osiągnąć, przeprowadzając przed debiutem giełdowym transakcje na akcjach spółki. Najbardziej spektakularny w tej kwestii jest *casus* spółki Atlantis Energy<sup>10</sup>. Na początku 2010 r. Giełda nie zgodziła się na debiut giełdowy emitenta z kursem odniesienia równym ostatniej transakcji przed debiutem, zrealizowanej po cenie 3,20 zł, ustalając ostatecznie ten parametr na poziomie 30 groszy.

Problemem NC jest również prawidłowa komunikacja emitenta z rynkiem. Wskazówkę dla prawidłowych zachowań emitenta względem akcjonariuszy stanowi przyjęty przez giełdę warszawską dokument „Dobre praktyki spółek notowanych na NewConnect”. Zawiera on szereg zaleceń, których przestrzeganie nie jest wymagane, ale wskazane<sup>11</sup>.

Wymienione w dokumentach metody relacji inwestorskich, takie jak cykliczne spotkania z zarządem, współpraca emitenta z analitykami rynkowymi, są na co dzień niezwykle rzadkością. Emitenci coraz częściej ignorują nawet e-maile wysyłane na oficjalne dane kontaktowe, zamieszczone na stronie organizatora rynku. W 2011 r. jeszcze 2/3 firm odpowiadało na wysłane wiadomości elektroniczne, jednak według badań tegorocznych przeszło połowa e-maili inwestorów pozostaje bez odpowiedzi<sup>12</sup>.

<sup>8</sup> Na podstawie raportów okresowych spółki Inwazja PC z okresu grudzień 2011–marzec 2012 r., [http://www.newconnect.pl/index.php?page=raporty\\_spolek\\_EBI](http://www.newconnect.pl/index.php?page=raporty_spolek_EBI) (8.05.2012).

<sup>9</sup> [www.newconnect.pl/index.php?page=1045&ph\\_main\\_content\\_start=show&ncc\\_index=ACR&id=26120&id\\_tr=1](http://www.newconnect.pl/index.php?page=1045&ph_main_content_start=show&ncc_index=ACR&id=26120&id_tr=1), [www.newconnect.pl/?page=1045&ph\\_main\\_content\\_start=show&ncc\\_index=NMX&id=30724&id\\_tr=1](http://www.newconnect.pl/?page=1045&ph_main_content_start=show&ncc_index=NMX&id=30724&id_tr=1) (8.05.2012).

<sup>10</sup> [www.parkiet.com/artukul/892883.html](http://www.parkiet.com/artukul/892883.html).

<sup>11</sup> [www.odpowiedzialni.gpw.pl/pub/files/Zalacznik\\_Nr\\_1\\_dobre\\_praktyki.pdf](http://www.odpowiedzialni.gpw.pl/pub/files/Zalacznik_Nr_1_dobre_praktyki.pdf) (8.05.2012).

<sup>12</sup> A. Szczepkowski, *NewConnect – inwestor indywidualny niekoniecznie pożądanym*, „Trend”, kwiecień 2012, s. 20–22.

#### 4. Problem notowań spółek groszowych

Coraz większym problemem NC stają się notowania spółek groszowych. W teorii wartość rynkowa powinna zawierać wartość informacyjną, określającą właściwą wycenę instrumentów finansowych. Dla licznej grupy notowanych na NC akcji, których kurs kształtuje się poniżej 10 groszy, a nawet 3 groszy, funkcja ta jest za względów oczywistych niespełniona. Na przykład kurs spółki Novian od kilku miesięcy waha się między 1 a 2 groszami. Każda zmiana ceny powoduje spadek o 50 lub wzrost o 100%. Obecnie aż 47% akcji na NewConnect stanowią spółki, których cena jednostkowa akcji wynosi poniżej jednego złotego. Akcje co dwunastej spółki kosztują poniżej 10 groszy<sup>13</sup>.

Wpływ na taki stan rzeczy miało przyzwolenie organizatora rynku na częste operacje splitu akcji, które doprowadzały do skokowego obniżenia wartości nominalnej oraz rynkowej do wysokości kilku–kilkunastu groszy, a nawet jednego grosza<sup>14</sup>. Kolejnym czynnikiem wpływającym na tak dużą liczbę spółek o niskiej wartości rynkowej miały nowe emisje akcji, często kierowane na rynek po minimalnej cenie jednego grosza, prowadzące do absurdalnego rozwodnienia kapitału spółki. W chwili obecnej trzy notowane na NewConnect spółki wyemitowały ponad miliard akcji. Są to PCZ, IndexCopernicus oraz Novian. Niebawem dołączy do tego grona Stark Development, która 25 kwietnia zamknęła emisję przeszło miliarda akcji<sup>15</sup>. Kolejne 24 spółki wyemitowały ponad 100 mln akcji. W większości przypadków cena nominalna akcji wynosi 1 grosz<sup>16</sup>.

To rodzi praktyki z pogranicza prawa, mające w zamierzeniu osób je stosujących odnieść określony skutek. Na pierwszy plan wysuwają się „mikrotransakcje” o wartości od kilku–kilkudziesięciu złotych do nawet kilku groszy, mające na celu ustawienie kursu na fixingu notowań (otwarcie/zamknięcie), a tym samym kursu odniesienia na poszczególne fazy sesji w danym dniu lub kolejnym dniu sesyjnym<sup>17</sup>. Proceder „drukowania cen” w fazach fixingów jest szczególnie uciążliwy w przypadku spółek o wartości rynkowej jednej akcji poniżej 5 groszy. Obowiązujące widelki statyczne wynoszące +/- 20% nie pozwalają na dokonanie transakcji po cenie innej niż kurs

<sup>13</sup> Wyliczenia własne na podstawie statystyk rynku NewConnect. Stan na koniec kwietnia 2012 r.

<sup>14</sup> Proceder głębokich splitów początkowo był praktykowany również na rynku regulowanym, ale po doświadczeniach takich spółek jak np. FON i Mewa giełda wprowadziła listę alertów. Akcje spółek zakwalifikowane do tego segmentu były przenoszone karnie do notowań jednolitych, a w późniejszym okresie Giełda nakazała również przeprowadzanie respitów, czyli operacji scalenia akcji, którym większość groszowych spółek się poddała.

<sup>15</sup> Raport bieżący nr 27/2012 spółki Stark Development z dnia 11 maja 2012 r., [www.newconnect.pl/?page=1045&ph\\_main\\_content\\_start=show&ncc\\_index=STR&id=30571&id\\_tr=1](http://www.newconnect.pl/?page=1045&ph_main_content_start=show&ncc_index=STR&id=30571&id_tr=1).

<sup>16</sup> Stan na koniec kwietnia 2012 r.

<sup>17</sup> Kurs odniesienia na otwarcie sesji giełdowej jest określany przez kurs zamknięcia sesji poprzedniej. Kurs otwarcia decyduje o kursie odniesienia na notowania ciągle.



otwarcia<sup>18</sup>. „Drukowanie cen” jest stosowane przez uczestników obrotu po to, aby wyrzucić błędne wrażenie uczestników rynku co do rzeczywistej wyceny akcji. Inny powód to uniemożliwienie zawarcia transakcji po cenach innych niż kurs odniesienia.

## 5. Dotychczasowe kary nakładane na uczestników rynku NewConnect

W obliczu opisanych nieprawidłowości wydaje się, że KNF w sposób niedostateczny lustruje rynek podwyższonego ryzyka inwestycyjnego. Spośród 266 kar nałożonych przez KNF od początku jej działalności tylko trzy dotyczą rynku NewConnect. Pierwsza nałożona przez KNF kara na uczestnika rynku NC miała miejsce w czerwcu 2010 r. Wynosiła ona 10 tys. zł i obciążono nią akcjonariusza spółki Copernicus International SA za niezawiadomienie w ustawowym terminie spółki i KNF o zmniejszeniu udziałów w spółce poniżej 5% głosów na WZA. Dwie pozostałe kary, w wysokości 20 tys. i 2 tys. zł, dotyczyły dwóch osób fizycznych, akcjonariuszy upadłej firmy Perfect Line SA, za nieprzekazywanie w ustawowym terminie zawiadomień o dwukrotnym przekroczeniu i dwukrotnym zejściu poniżej 5% ogólnej liczby głosów na WZA emitenta w okresie sierpień–grudzień 2010. Tym samym łączna suma kar nałożonych na uczestników rynku NC wyniosła tylko 32 tys. zł<sup>19</sup>.

Sama Giełda również bardzo rzadko korzysta ze swoich praw przysługujących organizatorowi rynku. Pierwszy raz karę zawieszenia notowań nałożyła na firmę informatyczną Positive Advisory za nieprzekazanie raportu za rok 2009 oraz I kwartał 2010 r. Jednocześnie Giełda ukarała publicznymi ostrzeżeniami 12 innych emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych<sup>20</sup>. W późniejszym okresie GPW w Warszawie sporadycznie korzystała ze swojego prawa karania spółek łamiących lub naruszających przepisy ASO. Wykluczenie z obrotu giełdowego spółki Avtech za zatajenie postępowania upadłościowego w dokumencie informacyjnym oraz skreślenie z listy autoryzowanych doradców wprowadzającego – firmy Goadvisers, to jeden z nielicznych przykładów z ostatniego okresu<sup>21</sup>.

<sup>18</sup> Każde zlecenie, które mogłoby być w tych warunkach zrealizowane, ale po kursie innym niż otwarcia, każdorazowo powoduje zamrożenie notowań i równoważenie rynku. Dopiero po zakończeniu równoważenia i wznowieniu notowań widelki są rozszerzane i obejmują kurs transakcji po równoważeniu.

<sup>19</sup> Wykaz kar nałożonych przez Komisję Nadzoru Finansowego, [www.bip.knf.gov.pl/pliki/kary\\_KNF\\_08-05-12\\_tcm6-27121.pdf](http://www.bip.knf.gov.pl/pliki/kary_KNF_08-05-12_tcm6-27121.pdf) (10.05.2012).

<sup>20</sup> Uchwała nr 696/2010 oraz uchwały od numeru 700 do 711 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 20 lipca 2010 r., [www.newconnect.pl/index.php?page=uchwały](http://www.newconnect.pl/index.php?page=uchwały) (8.05.2012).

<sup>21</sup> Spraw niewywiązania się emitentów z obowiązków informacyjnych, czy wręcz zatajania informacji, jest sporo. Jedną z najciekawszych to sprawa spółek Balticon i Serenity, opisana szeroko w prasie oraz na stronach internetowych. Zob. B. Dowgielski, *Balticon i Serenity – magicy z NC*, „Gazeta Giełdy Parkiet” z dnia 20 grudnia 2011 r., nr 293, s. 7 oraz blog Bossa.pl, *Takie numery tylko na NewConnect*, [www.blogi.bossa.pl/2011/12/20/takie-%E2%80%98numery%E2%80%99-tylko-na-newconnect/](http://www.blogi.bossa.pl/2011/12/20/takie-%E2%80%98numery%E2%80%99-tylko-na-newconnect/) (7.05.2012).

## Zakończenie

Po blisko pięciu latach istnienia NewConnect znalazł się w momencie ważnym dla jego dalszego istnienia. Z jednej strony dynamicznie się rozwija, co obrazuje niespotykany na innych rynkach wzrost liczby notowanych instrumentów. Z drugiej strony nie idzie to w parze z poprawą jakości tego rynku. Sytuację ekonomiczną wielu spółek trudno uznać za dobrą. Tylko nieliczne notują regularne zyski i wypłacają dywidendy<sup>22</sup>. Ponadto spółki notorycznie nie przestrzegają relacji inwestorskich, a notowania ich akcji podlegają znacznym wahaniom. Zniechęca to inwestorów do inwestycji w te papiery wartościowe, co skutkuje zbyt słabym wzrostem wolumenu obrotów, nieadekwatnym do wzrostu liczby notowanych akcji.

W opinii autora artykułu NC bez poważnych zmian regulacyjnych porządkujących organizację jest skazany na stagnację. Niezbędne dla prawidłowego funkcjonowania w przyszłości wydają się zmiany dotyczące nadzoru nad nim oraz modyfikacja dobra praktyk, zarówno jeśli chodzi o emitentów, jaki i autoryzowanych doradców.

Giełda powinna jak najszybciej wprowadzić wytyczne dla autoryzowanych doradców dotyczące w szczególności analizy wyników finansowych i oceny prognoz zamieszczanych przez emitentów w dokumentach informacyjnych. Niewłaściwa ocena danych zawartych w dokumentach informacyjnych podlegałaby karze i obciążała zarówno emitenta, jak i doradcę (kary finansowe, odebranie statusu autoryzowanego doradcy). Celem byłoby wyeliminowanie praktyk publikowania nierealnych prognoz finansowych, jak również zmuszenie autoryzowanych doradców do należytego wypełniania swoich funkcji.

Kwestią do rozważenia w kolejnym etapie regulacji rynku jest także przyjrzenie się już notowanym spółkom pod kątem prowadzonej działalności i osiąganych wyników. Spółki nieprowadzące żadnej działalności operacyjnej mogłyby być karnie przenoszone do notowań jednolitych lub nawet wykluczane z obrotu.

Giełda powinna jak najszybciej zająć się również spółkami groszowymi. Proponowane rozwiązanie mogłoby polegać na nakazie przymusowego przeprowadzenia operacji scalenia akcji, gdy ich cena spadnie poniżej 5 groszy. Do czasu przeprowadzenia resplitu akcje mogłyby być przenoszone do notowań jednolitych lub można by ich notowania zawieszać. Giełda nie powinna również pozwalać na przeprowadzanie ogromnych emisji akcji groszowych, które problem pogłębiają.

Niezbędny dla prawidłowego funkcjonowania rynku wydaje się nadzór KNF. Komisja powinna bezwzględnie karać wszelkie uchybienia wobec zapisów ustawowych. Konieczne jest również wyeliminowanie manipulacji cenami akcji, polegające

---

<sup>22</sup> Na koniec 2011 r. niecałe 60% emitentów osiągnęło zysk, 29 spółek wypłaciło dywidendy, co ósma miała wartość księgową nieprzekraczającą 1 mln zł. Analiza sytuacji ekonomicznej i wyników finansowych spółek notowanych na NewConnect zostanie podjęta w jednym z kolejnych opracowań autora. Jak zaznaczono we wstępie, niniejszy artykuł stanowi początek szerszych badań mających wskazać obszary niedoskonałego funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego.

na okresowym zawyżaniu lub zaniżaniu notowań oraz „drukowaniu cen” w fazach otwarcia i zamknięcia notowań.

Pocieszające w kwestii wprowadzenia nowych regulacji są zapowiedzi zmian ogłoszone przez prezesa GPW Ludwika Sobolewskiego po wydarzeniach związanych z nieprawidłowościami przy wprowadzaniu na NC spółki Avtech. W wywiadzie zapowiedział on m.in. zwiększenie obowiązków informacyjnych, wymagań dotyczących dokumentów informacyjnych oraz uzupełnienia dobrych praktyk zarówno dla emitentów, jak i autoryzowanych doradców<sup>23</sup>. W opinii autora zmiany te, po konsultacjach z KNF, powinny być bezwzględnie wprowadzone. Opisane działania nie stanowią gwarancji harmonijnego rozwoju rynku NewConnect w przyszłości, ale są niezbędne dla wyeliminowania czynników hamujących jego rozwój.

### Bibliografia

1. Asyngier R., *Zmiany na głównych rynkach giełdowych w Europie*, [w:] *Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej*, P. Karpuś, J. Węclawski (red.), Wydawnictwo UMCS, Lublin 2008.
2. Dowgielski B., *Balticon i Serenity – magicy z NC*, „Gazeta Giełdy Parkiet” z dnia 20 grudnia 2011 r., nr 293.
3. Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID).
4. Jagielnicki A., *NewConnect – nowa szansa na duże zyski*, Helion, Gliwice 2009.
5. Kordela D., *Alternatywne rynki papierów wartościowych w Europie – geneza, systematyka i rozwój*, [w:] *Finanse 2009 – teoria i praktyka. Rynki finansowe i ubezpieczenia*, W. Tarczyński, D. Zarzecki (red.), „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 550, „Ekonomiczne Problemy Usług” nr 40, Szczecin 2009.
6. Pastusiak R., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym: operacje giełdowe rynku publicznego i niepublicznego*, CeDeWu, Warszawa 2007.
7. Szczepkowski A., *NewConnect – inwestor indywidualny niekoniecznie pożądanym*, „Trend”, kwiecień 2012.
8. Ziarko-Siwiek U. (red.), *Giełdy kapitałowe w Europie*, CeDeWu, Warszawa 2007.

### Strony internetowe

[www.blogi.bossa.pl/](http://www.blogi.bossa.pl/)  
[www.fese.eu](http://www.fese.eu)  
[www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)  
[www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)  
[www.newconnect.pl/](http://www.newconnect.pl/)  
[www.parkiet.com](http://www.parkiet.com)  
[www.pulsinvestora.pb.pl](http://www.pulsinvestora.pb.pl)

---

<sup>23</sup> Wywiad Ludwika Sobolewskiego dla „Pulsu Biznesu” z dnia 13 lutego 2012 r. dostępny pod adresem: <http://pulsinvestora.pb.pl/2557104,80071,sobolewski-zapowiada-czyszczenie-na-gpw-video> (10.05.2012).

---

**Irregularities in the functioning of the NewConnect market  
– legal and organizational aspects**

In the article an analysis of statistical data showing development of the NewConnect market will be presented and its position against the background of other multilateral trading facilities in Europe. An attempt at emphasizing practices used by issuers and investors which affect a negative perception of the market will be made as well. It is to be used for realization of the goal of the article. And the goal is to define activity fields of the NewConnect market which inhibit its development and to indicate necessary actions which should be undertaken in order to improve its functioning. The article is the beginning of larger research whose aim is to highlight imperfections in the functioning of the Polish capital market.