

# Dominika Kordela

---

## Ocena procedur i kosztów rynku alternatywnego NewConnect z punktu widzenia emitentów

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 80, 310-320

---

2011

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.

*DOMINIKA KORDELA*

Uniwersytet Szczeciński

## OCENA PROCEDUR I KOSZTÓW RYNKU ALTERNATYWNEGO NEWCONNECT Z PUNKTU WIDZENIA EMITENTÓW

### Wprowadzenie

Cechami immanentnymi charakteryzującymi rynki alternatywne czy też rynki akcyjne dla małych i średnich przedsiębiorstw są prostsze procedury, mniej restrykcyjne wymogi w zakresie kapitalizacji i czasu funkcjonowania przedsiębiorstwa oraz niższe koszty debiutu i obecności. Główną przyczyną tworzenia tych rynków jest umożliwienie szerszej grupie przedsiębiorstw finansowania o charakterze udziałowym za pośrednictwem rynku papierów wartościowych. Rynki dla małych i średnich przedsiębiorstw powstające w Europie od lat 70. XX wieku charakteryzowały się minimalnymi wymogami oraz kosztami. Również przy tworzeniu polskiego rynku alternatywnego NewConnect istotne znaczenie miały kwestie organizacyjne i proceduralne. Z jednej strony regulacje rynku miały spełniać oczekiwania i potrzeby emitentów, tj. umożliwić relatywnie łatwy dostęp do kapitału zewnętrznego o charakterze udziałowym przy tolerowanym przez potencjalnych emitentów poziomie kosztów. Z drugiej strony istotne było dostarczenie potencjalnym inwestorom informacji umożliwiającej podejmowanie racjonalnych decyzji inwestycyjnych oraz zapewnienie bezpieczeństwa obrotu.

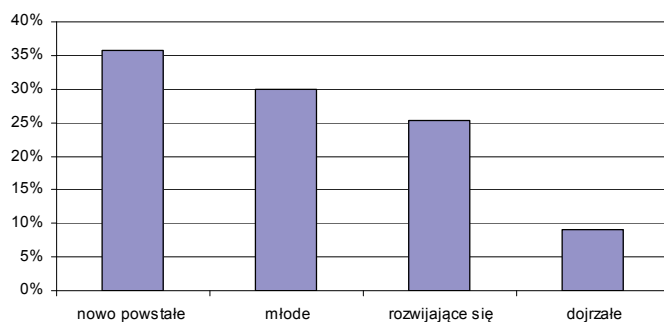
Według założeń Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, która pełni funkcję organizatora rynku NewConnect, grupą docelową strony podaźowej rynku miały być przedsiębiorstwa w początkowej fazie rozwoju, mające zapotrzebowanie na kapitał rzędu od kilkuset tysięcy do kilkunastu milionów złotych, reprezentujące innowacyjne sektory: IT, media elektroniczne, telekomunikacja, biotechnologie, ochrona środowiska, energia alternatywna, nowoczesne usługi, ale również spółki z innych sektorów wdrażające innowacje, o dużej dynamice rozwoju oraz z wizją i perspektywami wejścia na rynek główny GPW w Warszawie.

W pierwszej części artykułu skonfrontowane zostały założenia GPW w Warszawie w zakresie grupy docelowej potencjalnych emitentów z profilem notowanych przedsiębiorstw. Następnie w sposób syntetyczny przedstawione zostały obowiązujące na NewConnect procedury oraz rodzaje i wysokość ponoszonych przez przedsiębiorstwa kosztów.

## 1. Struktura notowanych spółek

Giełda Papierów Wartościowych, tworząc rynek NewConnect, przewidywała, że z zasileń kapitałowych za jego pośrednictwem korzystać będą głównie przedsiębiorstwa znajdujące się w początkowych fazach rozwoju<sup>1</sup>. Przyjmując założenie, że przedsiębiorstwa znajdujące się w początkowych fazach rozwoju to m.in. funkcjonujące nie dłużej niż pięć lat oraz charakteryzujące się relatywnie niskim poziomem sumy bilansowej i przychodów, określono strukturę notowanych spółek.

Określając czas trwania przedsiębiorstw, uwzględniono formy organizacyjno-prawne poprzedzające przekształcenie w spółkę akcyjną na podstawie analizy historii emitenta. Umowna segmentacja spółek została dokonana poprzez podział na 4 grupy według daty powstania: nowo powstałe (data powstania 2006–2010), młode (data powstania 2000–2005), rozwijające się (data powstania 1990–1999) oraz dojrzałe (powstałe przed rokiem 1990).



Rysunek 1. Struktura badanych spółek według wieku

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów informacyjnych notowanych spółek.

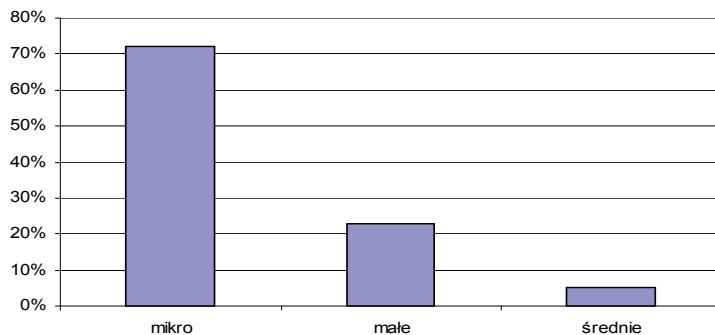
Zdecydowana większość badanych spółek (ponad 76%) to przedsiębiorstwa istniejące nie dłużej niż 10 lat, najwięcej należy do grupy tzw. nowo powstałych, a więc utworzonych na rok przed uruchomieniem i już po uruchomieniu NewConnect. Przedstawione dane wskazują, że profil notowanych spółek, biorąc pod uwagę kryterium wieku, odpowiada założeniom organizatorów rynku. Fakt dominacji spółek znajdujących się w początkowych fazach rozwoju dowodzi, że finansowanie zewnętrzne poprzez emisję akcji na publicznym rynku papierów wartościowych przestaje być w Polsce (dzięki NewConnect) źródłem finansowania zarezerwowanym dla przedsiębiorstw znajdujących się w fazie szybkiego

<sup>1</sup> W literaturze przedmiotu wyróżnia się dwa podstawowe etapy rozwoju przedsięwzięcia: etap początkowy (*early stage*) – w ramach którego wyróżnia się trzy fazy rozwoju: zasiew, start, wczesny wzrost, oraz etap ekspansji (*expansion stage*), na który składają się trzy fazy: szybki wzrost, faza dojrzałości, faza schyłku. K. Brzozowska, *Business Angels na rynku kapitałowym. Motywacje, inwestowanie, efekty*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 12–21; J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 23–24.

wzrostu i dojrzałości<sup>2</sup>. Należy jednak zaznaczyć, że na NewConnect notowane są także przedsiębiorstwa, które powstały przed 1990 rokiem, oraz takie, które swoje korzenie mają w II Rzeczypospolitej Polskiej. Zapewne nie znajdują się one na wczesnych etapach rozwoju, jednak fakt, że wybrały przeprowadzenie oferty na NewConnect, a nie rynku regulowanym, świadczyć może o przewagach tego rynku.

Profil przedsiębiorstw wynikający z analizy wieku spółek potwierdzają badania wartości sum bilansowych i obrotów netto. Niskie wartości obu mierników wskazują, że notowane przedsiębiorstwa w większości istotnie znajdują się w początkowym etapie rozwoju oraz należą do grupy mikro i małych przedsiębiorstw.

Dla określenia wielkości przedsiębiorstwa na podstawie sumy bilansowej oraz rocznego obrotu przyjęto powszechnie stosowaną klasyfikację<sup>3</sup>. Z analizy wartości sumy bilansowej wynika, że 95% debiutujących spółek to mikro i małe przedsiębiorstwa, zaledwie 5% zakwalifikować można do kategorii przedsiębiorstw średnich.



Rysunek 2. Struktura wielkości badanych spółek według kryterium wartości sumy bilansowej

Źródło: opracowanie własne na podstawie dokumentów informacyjnych notowanych spółek.

Wnioski wynikające z analizy wartości obrotów netto potwierdzają te płynące z badań wartości sum bilansowych. Mikro i małe przedsiębiorstwa sklasyfikowane według wartości obrotów netto stanowią 94% spółek debiutujących na NewConnect. Zaledwie jedna spółka przed debiutem miała przychody przekraczające 50 mln euro.

Spółki notowane na NewConnect korzystają głównie z tradycyjnych źródeł finansowania. Dominuje wykorzystanie środków własnych (76% ankietowanych przedsiębiorstw finansuje działalność ze źródeł wewnętrznych), co kolejny raz potwierdza wcześniejsze oceny, że spółki znajdują się we wczesnych fazach rozwoju. Ponad połowa badanych przed-

<sup>2</sup> Zob. K. Brzozowska, *op.cit.*, s. 21.

<sup>3</sup> Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej, DzU 2004, nr 173, poz. 1807; Rozporządzenie Komisji (WE) nr 364/2004 z dnia 25 lutego 2004 r. Mikroprzedsiębiorstwo: obrót netto i suma bilansowa nie przekraczająca 2 mln euro, małe przedsiębiorstwo: obrót netto i suma bilansowa ≤ 10 mln euro, średnie przedsiębiorstwo: obrót netto ≤ 50 mln euro, a suma bilansowa ≤ 43 mln euro.

siębiorstw korzysta z najpopularniejszych w Polsce źródeł finansowania obcego – z leasingu i kredytu bankowego.

Zakładane wielkości potrzeb kapitałowych potencjalnych emitentów zostały określone przez organizatora rynku na poziomie od kilkuset tysięcy do kilkunastu milionów złotych. Wartość pozyskiwanego przez przedsiębiorstwa kapitału odpowiada założeniom GPW, bowiem przeciętna wartość ofert nie uległa większym wahanom i w latach 2009 i 2010 wynosiła ok. 2 mln zł, w 2007 roku była najwyższa, wynosiła blisko 6 mln zł. Największe oferty nie przekroczyły wartości 26 mln zł. Mediana wartości pozyskanego kapitału (wartości oferty) obliczana dla wszystkich debiutów w latach 2007–2010 wynosiła 1,44 mln zł, była niższa od średniej wartości ofert, która kształtowała się na poziomie 2,74 mln zł.

Kwestia sektorów gospodarki reprezentowanych przez notowane przedsiębiorstwa pozostawia pewien niedosyt, ponieważ w założeniach organizatorów rynku miały dominować sektory innowacyjne. Na rynku NewConnect natomiast dominującym jest sektor usług, technologie zajmują drugie miejsce pod względem liczby spółek, bardzo licznie reprezentowany jest sektor handlu.

Biorąc pod uwagę wartość rynkową spółek w poszczególnych sektorach, to pod względem kapitalizacji technologie w roku 2010 stanowiły największą grupę, o wartości 448 mln zł, a wraz z sektorem informatyki kapitalizacja obu sektorów wynosiła 622 mln zł, co stanowiło niemal 20% kapitalizacji rynku<sup>4</sup>. Analiza zestawionej sektorowo wartości obrotów na rynku pozwala na stwierdzenie, że zachodzi analogia do wartości rynkowej – sektor handel dominował z obrotami (w ciągu roku) równymi 401 mln zł, natomiast sektory technologie i informatyka z łącznymi obrotami w ciągu roku o wartości 355 mln zł wypracowały ponad 17% obrotów na rynku<sup>5</sup>.

## 2. Procedury i koszty debiutu oraz obecności na rynku alternatywnym NewConnect

Emisja akcji na NewConnect może nastąpić poprzez ofertę prywatną lub publiczną. Oferta prywatna (*private placement*) to emisja zamknięta skierowana do maksymalnie 99 podmiotów, którymi mogą być inwestorzy instytucjonalni i indywidualni. W przypadku *private placement* dokumentem dopuszczającym akcje emitenta do obrotu jest dokument informacyjny przygotowany i zatwierdzany przez autoryzowanego doradcę<sup>6</sup>. Spółka decydująca się na emisję publiczną podlega takim samym procedurom jak spółki na parkiecie głównym. Emitent ma obowiązek sporządzenia memorandum informacyjnego lub prospektu emisyjnego, który zatwierdza Komisja Nadzoru Finansowego<sup>7</sup>.

<sup>4</sup> *Almanach rynku alternatywnego NewConnect 2010*, Warszawa 2010, s. 27.

<sup>5</sup> *Ibidem*, s. 28.

<sup>6</sup> Rolę autoryzowanego doradcy mogą pełnić firmy inwestycyjne, kancelarie prawne, firmy audytorские oraz firmy doradztwa finansowego.

<sup>7</sup> W przypadku emisji nie większych niż 2,5 mln euro rolę dokumentu dopuszczającego akcje do publicznego obrotu pełnić może memorandum informacyjne, które jest kontrolowane przez K.NF.

Oferta prywatna jest wybierana częściej i chętniej przez przedsiębiorstwa ze względu na krótszy i tańszy proces emisyjny. Według danych na koniec sierpnia 2011 roku z ogólnej liczby 317 debiutów na NewConnect tylko dziesięć spółek wybrało ofertę publiczną<sup>8</sup>. W przypadku decyzji o wyborze oferty prywatnej nie bez znaczenia jest również brak wymogu sporządzania memorandum informacyjnego lub prospektu. Taka forma regulacji w konsekwencji nie tylko obniża koszty i skraca czas procesu, ale ogranicza ilość i rodzaj informacji, którymi spółka musi podzielić się z potencjalnymi akcjonariuszami, co z punktu widzenia interesów spółki może być bezpieczne, natomiast z punktu widzenia inwestorów staje się dodatkowym czynnikiem ryzyka.

Do bezpośrednich kosztów emisji i obecności na polskim rynku papierów wartościowych zaliczyć należy opłaty pobierane przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, Komisję Nadzoru Finansowego, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych oraz opłaty i wynagrodzenia dla doradców, rewidentów, firm inwestycyjnych oraz koszty promocji oferty.

Koszty ponoszone przez przedsiębiorstwa związane z emisją akcji na NewConnect można podzielić na koszty związane z debiutem oraz na koszty obecności na rynku. Wyróżnić można następujące rodzaje kosztów związanych z debiutem na NewConnect:

- koszt przygotowania oferty,
- koszt dopuszczenia do obrotu,
- koszty dodatkowe (np. ewentualna promocja oferty),
- roczne opłaty stałe.

Spółki notowane na rynku alternatywnym NewConnect wnoszą następujące opłaty:

- opłaty na rzecz GPW i KDPW,
- opłaty wynikające z umowy z autoryzowanym doradcą,
- wynagrodzenie animatora rynku lub/i *market makera*,
- koszty ponoszone w związku z koniecznością wypełniania obowiązków informacyjnych (sporządzanie i publikowanie danych, raportów itp.).

Koszty ponadto można podzielić na stałe i zmienne, tj. zależne od pozyskanego kapitału. Do tych ostatnich zaliczamy między innymi koszty uiszczane na rzecz KDPW. Część kosztów może podlegać oszacowaniu przed debiutem, ponieważ znane są np. opłaty na rzecz GPW czy przybliżone koszty usług autoryzowanego doradcy. Jednak ogólny procentowy koszt pozyskania kapitału zależy głównie od sukcesu oferty.

Według danych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie średnie koszty emisji na rynku głównym GPW i na NewConnect w wymiarze względnym są podobne, odpowiednio 5–7% i 6–8% wartości emisji<sup>9</sup>.

Na ASO NewConnect koszty obecności ponoszone na rzecz GPW w Warszawie powinny się zamknąć w kwocie 3 tysięcy złotych rocznie. Należy jednak pamiętać, że jest to

<sup>8</sup> [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl) (10.09.2011).

<sup>9</sup> [www.bdo.pl](http://www.bdo.pl) (10.2009).

Tabela 1

## Wybrane koszty oferty i obecności na rynku ASO NewConnect

Rodzaj kosztu	ASO NewConnect
Koszt oferty ogółem	Od 0,5 do 18% wartości emisji, średnio 6–8%
Koszty przygotowania oferty	Koszt prospektu emisyjnego od 150 000 zł (tylko w przypadku emisji publicznych, powyżej 2,5 mln euro)
	Usługi autoryzowanego doradcy 3–4% wartości emisji
Koszt dopuszczenia do obrotu (na rzecz GPW)	3000 zł
Opłata z tytułu rejestracji akcji (na rzecz KDPW)	0,01 % wartości rynkowej, lecz nie mniej niż 2500 zł i nie więcej niż 100 000 zł
Koszty dodatkowe	Koszt rocznej współpracy z autoryzowanym doradcą od 60 000 do 120 000 zł
	Wynagrodzenie animatora rynku (opłata obowiązkowa, umowa co najmniej na 2 lata) od 2000 do 3000 zł miesięcznie
	Koszt biegłego rewidenta (20 000–30 000 zł)
Roczne opłaty stałe na rzecz GPW	3000 zł
Roczna opłata stała na rzecz KDPW	Opłata za uczestnictwo 6000 zł

Źródło: [www.bdo.pl](http://www.bdo.pl), [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl) (10.10.2010).

rynek charakteryzujący się niską płynnością, w konsekwencji czego współpraca z animatorem rynku lub *market makerem* – których zadaniem jest przeprowadzanie transakcji kupna-sprzedaży akcji – może okazać się konieczna, co skutkuje dodatkowym kosztem rządu od 40 000 do 60 000 zł. Ponadto również Komisja Nadzoru Finansowego pobiera od emitentów opłatę ewidencyjną w wysokości 0,06% wartości emisji, lecz nie wyższą niż 25 000 euro za każdą emisję papierów wartościowych<sup>10</sup>.

Spółki notowane na NewConnect mają obowiązek dematerializacji akcji i zwrócenia się do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych z wnioskiem o rejestrację papierów wartościowych i prowadzenie ewidencji walorów. Czynności te również związane są z kosztami. Przedsiębiorstwo zobowiązane jest do uiszczenia opłaty za prowadzenie depozytu akcji – 0,00033% wartości rynkowej miesięcznie. Obowiązuje również roczna opłata za uczestnictwo (6000 zł) oraz opłata z tytułu rejestracji akcji (0,01% wartości rynkowej, nie mniej niż 2500 zł i nie więcej niż 100 000 zł)<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Biorąc pod uwagę średnią wielkość emisji na NewConnect oscylującą w okolicach 5 mln zł, to koszt ten wyniesie ok. 3000 zł.

<sup>11</sup> [www.kpdw.pl](http://www.kpdw.pl) (12.2009).

### 3. Wyniki badań przedsiębiorstw notowanych na NewConnect

Debiutowi giełdowemu zwykle towarzyszą różnorodne obawy, wiele z nich to stereotypy dotyczące upubliczniania spółki: ryzyko wrogiego przejęcia czy spadek wyceny w wyniku spekulacji. Czynnikiem ryzyka jest więcej na młodym rynku, zwłaszcza w przypadku spółek o niskiej kapitalizacji. W przypadku przedsiębiorstw notowanych na NewConnect największe obawy dotyczyły spadku wartości przedsiębiorstwa wskutek koniunktury giełdowej lub spekulacji oraz zbyt wysoki poziom kosztów związany z debiutem i obecnością na rynku. Z przeprowadzonych badań wynika, że opinie przedsiębiorców nie powielają stereotypowych zagrożeń podawanych często jako przykłady niechęci do finansowania poprzez emisję akcji, tj.: ryzyko wrogiego przejęcia (71% ankieterów uznało za „nieistotne”), utrata kontroli nad spółką (64% wskazań jako „nieistotne”) oraz zmniejszenie konkurencyjności z powodu konieczności upublicznienia informacji o spółce (60% wskazało tę obawę jako „nieistotną”).

Podczas analizy wyników badań zauważalna jest analogia między wskazaniami w pytaniu dotyczącym obaw przed debiutem i tych, które potwierdziły się w praktyce. Okazuje się, że obawy towarzyszące zarządzającym przy rozważaniu emisji akcji znalazły potwierdzenie w rzeczywistości. Największe niedogodności związane z obecnością na NewConnect to: trudności proceduralne, spadek wartości spółki oraz zbyt wysoki poziom kosztów związany z debiutem i obecnością na rynku.

Pozytywna ocena rynku NewConnect przez przedsiębiorstwa wynika ze wskazań na korzyści związane z obecnością na rynku alternatywnym.



Rysunek 3. Korzyści wynikające z obecności na NewConnect

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

Najważniejsze korzyści wynikające z notowania na NewConnect to pozyskanie kapitału na rozwój oraz większa rozpoznawalność przedsiębiorstwa i produktów. W opinii

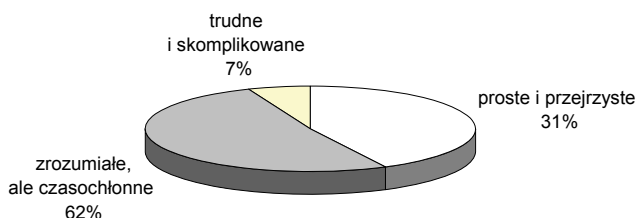


badanych spółek debiut skutkowało również łatwiejszym dostępem do innych źródeł finansowania oraz pozyskaniem nowych kontaktów.

Według przedsiębiorców największą uciążliwością wynikającą z obecności na NewConnect jest konieczność publikowania wszystkich istotnych informacji na temat spółki. Z obserwacji autorki dokonanych podczas NewConnect Convention oraz szkoleń organizowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych wynika, że część spółek nie publikuje wszystkich istotnych informacji. Powody są co najmniej dwa: bagatelizowanie tego obowiązku lub brak umiejętności oceny, które informacje powinny zostać uznane za istotne i podlegać obowiązkowi publikacji.

Publikacja danych finansowych i istotnych informacji dotyczących przedsiębiorstwa jest obowiązkiem wszystkich spółek publicznych notowanych na rynkach giełdowych na całym świecie, tylko w różnym zakresie. Konieczność publikowania danych (finansowych, ekonomicznych, z obszaru zarządzania, planowania strategicznego itd.) związana z procesem pozyskiwania kapitału poprzez emisję akcji oraz wynikająca ze statusu spółki publicznej uzasadniona jest ochroną inwestorów oraz możliwością dokonywania rzetelnej wyceny przedsiębiorstwa przez rynek.

Procedury obowiązujące podczas procesu emisyjnego na NewConnect wydają się odpowiednio dostosowane do oczekiwań strony podaźowej. Zaledwie 7% ankietowanych spółek ocenia proces emisyjny jako trudny i skomplikowany.



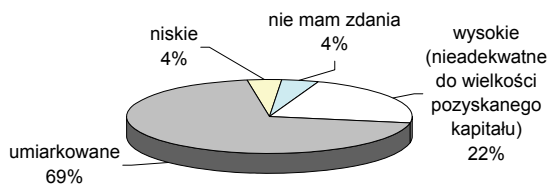
Rysunek 4. Ocena procedur związanych z debiutem na NewConnect

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

Również procedury i obowiązki informacyjne związane z obecnością spółki na NewConnect przez większość przedsiębiorstw uznawane są za zrozumiałe, jednak czasochłonne i kosztowne, natomiast w opinii 33% respondentów są nieskomplikowane. Za najbardziej uciążliwe obowiązki przedsiębiorstwa uznały transmitowanie walnego zgromadzenia akcjonariuszy za pośrednictwem Internetu, konieczność organizowania spotkań z inwestorami, mediami i analitykami oraz obowiązek sporządzania i publikowania raportów kwartalnych.

Kwestie dotyczące kosztów były rozważane z dwóch perspektyw: koszty debiutu oraz koszty związane z obecnością na rynku NewConnect. Koszty wynikające z dostępu do finansowania poprzez NewConnect w 22% odpowiedzi zostały ocenione jako zbyt wysokie.

Taka ocena wynika z natury ludzkiej, którą charakteryzuje skłonność do malkontentstwa na temat opłat i kosztów. Wyników subiektywnych badań ankietowych nie potwierdzają badania danych źródłowych. Okazuje się, że średnie koszty emisji wynoszą 6–8% wartości pozyskanego kapitału. Jednak wskazania ze strony przedsiębiorstw sugerujące wysokie koszty debiutu wynikać mogą również z faktu, że części spółek nie udało się pozyskać planowanego kapitału i wówczas relatywny koszt kapitału (wskaźnik wartość pozyskanego kapitału a koszty emisji) znacznie wzrósł. Zaznaczyć jednak należy, że zdecydowana większość badanych spółek ocenia koszty jako umiarkowane.

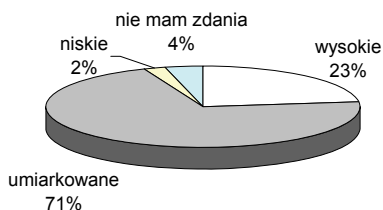


Rysunek 5. Ocena kosztów związanych z debiutem na NewConnect

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

Szczegółowa ocena wysokości poszczególnych elementów kosztów związanych z procesem emisyjnym wskazuje, że według badanych przedsiębiorstw najwyższym składnikiem kosztów są opłaty uiszczane na rzecz autoryzowanego doradcy oraz związane z przygotowaniem dokumentacji z zakresu sprawozdawczości finansowej (główny składnik to wynagrodzenie biegłego rewidenta). Kosztowny jest również sam proces przekształcania przedsiębiorstwa w spółkę akcyjną.

Opinie przedsiębiorców potwierdzają wcześniej sformułowane przez autorkę oceny dotyczące opłat na rzecz instytucji rynku kapitałowego. W ogólnych kosztach procesu emisyjnego ich udział jest niewielki (zaledwie 7% ankietowanych wskazało ten element kosztów jako najwyższy), co zapewne wynika z celowego działania GPW i KDPW na rzecz rozwoju rynku papierów wartościowych, skutkującego niskimi opłatami.



Rysunek 6. Ocena kosztów związanych z obecnością NewConnect

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych.

Równie ważne jak koszty ponoszone przed debiutem są koszty związane z obecnością na rynku, które na podstawie analizy danych źródłowych należy uznać za jedne z najniższych w Europie. W przypadku spółek NewConnect są to opłaty na rzecz instytucji rynku kapitałowego (GPW, KDPW), wynagrodzenia na rzecz autoryzowanego doradcy oraz umowy z animatorem rynku lub *market makerem* (stanowią największe składniki kosztów obecności na rynku). Zdecydowana większość badanych przedsiębiorstw, 71%, ocenia koszty związane z obecnością na rynku NewConnect jako umiarkowane.

## Podsumowanie

Na podstawie przedstawionych wyników badań można sformułować wniosek o pozytywnej ocenie rynku NewConnect dokonanej przez notowane przedsiębiorstwa. Wniosek ten poprzez może również fakt, że zdecydowana większość ankietowanych przedsiębiorstw – ponad 95% – nie żałuje decyzji o upublicznieniu spółki, a nawet posiadając obecne doświadczenie i wiedzę, ponownie zdecydowałyby się na debiut na NewConnect. Należy podkreślić, że żadna ze spółek nie oceniła negatywnie decyzji o pozyskaniu kapitału za pośrednictwem rynku kapitałowego. Również dynamika wzrostu liczby notowanych<sup>12</sup> na rynku alternatywnym przedsiębiorstw świadczy o dostosowaniu regulacji NewConnect w zakresie procedur i kosztów do oczekiwań emitentów.

Istotny z punktu widzenia dalszego rozwoju rynku jest fakt, że dla notowanych spółek NewConnect jest nie tylko źródłem pozyskania kapitału, ale przede wszystkim szansą na rozwój – rozumiany jako wzrost wartości spółki oraz rozszerzenia działalności. W ciągu czterech lat funkcjonowania NewConnect na rynek regulowany Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie przenosiło się 15 spółek. 71% badanych spółek planuje w przyszłości zmianę parkietu.

O odpowiednim dostosowaniu procedur i kosztów do oczekiwań, a przede wszystkim możliwości polskich przedsiębiorstw świadczy fakt, że w okresie największych zawirowań na rynku finansowym 2007–2010 wzrastała liczba debiutów, a tym samym notowanych spółek. Rynek NewConnect był – obok brytyjskiego AIM – najbardziej dynamicznie rozwijającym się rynkiem alternatywnym w Europie.

---

<sup>12</sup> W ciągu czterech pierwszych miesięcy funkcjonowania rynku w 2007 r. miały miejsce 24 debiuty, w 2008 r. 61 spółek zdecydowało się na pozyskanie kapitału za pośrednictwem NewConnect, w 2009 r., pomimo zawirowań na rynkach finansowych, miało miejsce 26 debiutów, natomiast lata 2010 i 2011 (stan na koniec listopada) były rekordowe pod względem przeprowadzonych ofert, odpowiednio 86 i 154.

**PROCEDURE AND COSTS EVALUATION  
BASED ON RESEARCH OF COMPANIES LISTED ON NEWCONNECT**

**Summary**

Alternative markets are characterized by easier procedures and lower costs than this on regular markets. Regulations should be adequate to expectations and abilities of small and medium companies. This article focuses both on admission and listing procedures, the article discusses as well admission and listing costs. Further the research of companies listed on NewConnect are presented, which are useful to final evaluation.

*Translated by Dominika Kordela*