

Michał Buszko, Bożena Kołosowska

Relacje inwestorskie w spółkach sektora MŚP notowanych na rynku NewConnect : aspekty teoretyczne i praktyczne

Ekonomiczne Problemy Usług nr 111, 429-440

2014

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.

MICHAŁ BUSZKO

BOŻENA KOŁOSOWSKA

Uniwersytet im. Mikołaja Kopernika w Toruniu

RELACJE INWESTORSKIE W SPÓLKACH SEKTORA MŚP NOTOWANYCH NA RYNKU *NEWCONNECT* – ASPEKTY TEORETYCZNE I PRAKTYCZNE

Streszczenie

Relacje inwestorskie należą do kluczowych obszarów zarządczych spółek funkcjonujących na rynku kapitałowym. Szczęólnego znaczenia nabierają relacje tworzone przez małe i średnie przedsiębiorstwa, które notowane są w ramach alternatywnego systemu obrotu, tworzonego w Polsce przez GPW pod nazwą *NewConnect*. W ich przypadku uwidacznia się problem chęci, z jednej strony otrzymania statusu spółki publicznej, z drugiej zaś – pozostania jak najmniej transparentnymi. Ze względu na możliwość stosowania uproszczonych procedur emisji akcji oraz notowań na rynku NC relacje inwestorskie wśród tej grupy podmiotów mogą być prowadzone w sposób mniej sformalizowany, a przez to mniej dokładny. Rodzaj spółek notowanych na NC, niewielkie rozproszenie akcjonariatu, brak szerokiego zaangażowania inwestorów instytucjonalnych oraz niska płynność obrotu, sprawiają, że relacje inwestorskie na rynku NC mają znaczenie szczególne i powinny być kluczowym obszarem wspomagającym efektywność wyceny.

Słowa kluczowe: relacje inwestorskie, przedsiębiorstwa sektora MŚP, alternatywny system notowań *NewConnect*

Wprowadzenie

Dzięki zmianom prawa w 2005 roku w Polsce możliwe stało się tworzenie alternatywnych systemów obrotu (ASO), pozwalających na pozyskanie kapitału przez podmioty mniejsze niż spółki rynku regulowanego GPW. Materializacja ww. zmian nastąpiła w praktyce 30 sierpnia 2007 roku, kiedy zaczęła działać platforma obrotu *NewConnect* (NC) przeznaczona dla jednostek typu startup oraz spółek z sektora nowoczesnych technologii. W praktyce ASO NC w ciągu kilku lat działalności stał się rynkiem szerszym, obejmującym także mniejsze spółki zaliczane do tradycyjnych branż. Wymieniony rynek pozwolił przy tym na pozyskanie nowego kapitału oraz notowania na uproszczonych zasadach w stosunku do regulowanego rynku GPW. Obserwowany szybki wzrost liczby emitentów i znaczenia rynku kapitałowego w procesach pozyskiwania kapitału przez spółki sektora MŚP wymagał stworze-

nia reguł, określających relacje emitentów z otoczeniem zewnętrznym, w tym zwłaszcza w zakresie przekazywania odpowiednich informacji finansowo-ekonomicznych. Problem relacji zewnętrznych spółek rynku NC częściowo rozwiązywało prawo bilansowe, handlowe oraz rynku kapitałowego, a następnie regulamin alternatywnego systemu obrotu oraz „Dobre Praktyki Spółek notowanych na NC”. Znaczący obszar relacji pozostał jednak nieuregulowany i zależny od swobodnego kształtowania przez notowane jednostki. Zapewnienie odpowiedniej jakości relacji inwestorskich na rynku NC stało się istotnym wyzwaniem, ponieważ dotyczyło podmiotów małych i średnich, tzn. jednostek o zwykle ograniczonej transparentności działalności, a do tego pozyskujących kapitał przez ofertę prywatną, czyli odbywającą się na uproszczonych i mniej przejrzystych warunkach. Wypełnianie obowiązków informacyjnych, kształtowanie trwałych relacji z otoczeniem oraz budowanie wiarygodności stało się tym bardziej ważne, ponieważ prowadzone było na rynku zdominowanym przez inwestorów indywidualnych, w więc z założenia mających ograniczoną wiedzę z zakresu zarządzania i finansów. Konieczność zapewnienia odpowiedniej jakości i częstotliwości przekazywanych informacji miała zatem na celu zwiększyć powodzenie emisji, ograniczyć koszty kapitału, a przy tym wspomagać decyzje inwestycyjne oraz poprawiać efektywności wyceny.

Ze względu na zdominowanie ASO przez emisje w formie ofert prywatnych na rynku NC pojawił się problem sprzeczności między chęcią utrzymania niskiej transparentności notowanych spółek z jednej strony oraz koniecznością zabezpieczenia interesu inwestorów, z drugiej. Kluczowym zagadnieniem stało się uregulowanie rynku, tak aby z jednej strony pozostawał on nadal konkurencyjny dla emitentów, a z drugiej – atrakcyjny dla inwestorów.

Celem niniejszego artykułu jest przegląd, analiza oraz ocena wybranych aspektów związanych z organizacją oraz funkcjonowaniem relacji inwestorskich w małych i średnich przedsiębiorstwach (spółkach akcyjnych) notowanych w alternatywnym systemie obrotu rynku NC. W ramach artykułu autorzy dokonali przeglądu definicji relacji inwestorskich, określili ich główne cechy, wskazali problemy ich funkcjonowania w małych i średnich podmiotach, a także przeprowadzili przegląd rozwiązań prawnych, na bazie których relacje te są tworzone. Autorzy wskażą również praktyczne problemy funkcjonowania relacji inwestorskich na rynku NC oraz określą ich wpływ na wycenę spółek.

1. Relacje inwestorskie jako obszar wzajemnej komunikacji

Najczęściej występującą i cytowaną w literaturze przedmiotu definicją relacji inwestorskich jest ta stworzona przez amerykańskie stowarzyszenie branżowe *National Investor Relations Institute* (NIRI). Stany Zjednoczone, mając największy i najbardziej rozwinięty rynek giełdowy na świecie, cechują się szczególnie zaawansowanymi relacjami inwestorskimi, dlatego też w pierwszej kolejności warto przytoczyć definicję wymienionej organizacji. NIRI definiuje relacje inwestorskie jako: „element zarządzania strategicznego łączący finanse, komunikację, marketing i przestrzeganie prawa obrotu papierami wartościowymi, który umożliwia efektywną, dwustronną komunikację między spółką, społecznością inwestorów i pozostawiających ich w otoczeniu zewnętrznym, w tym zwłaszcza w zakresie przekazywania odpowiednich informacji finansowo-ekonomicznych. Problem relacji zewnętrznych spółek rynku NC częściowo rozwiązywało prawo bilansowe, handlowe oraz rynku kapitałowego, a następnie regulamin alternatywnego systemu obrotu oraz „Dobre Praktyki Spółek notowanych na NC”. Znaczący obszar relacji pozostał jednak nieuregulowany i zależny od swobodnego kształtowania przez notowane jednostki. Zapewnienie odpowiedniej jakości relacji inwestorskich na rynku NC stało się istotnym wyzwaniem, ponieważ dotyczyło podmiotów małych i średnich, tzn. jednostek o zwykle ograniczonej transparentności działalności, a do tego pozyskujących kapitał przez ofertę prywatną, czyli odbywającą się na uproszczonych i mniej przejrzystych warunkach. Wypełnianie obowiązków informacyjnych, kształtowanie trwałych relacji z otoczeniem oraz budowanie wiarygodności stało się tym bardziej ważne, ponieważ prowadzone było na rynku zdominowanym przez inwestorów indywidualnych, w więc z założenia mających ograniczoną wiedzę z zakresu zarządzania i finansów. Konieczność zapewnienia odpowiedniej jakości i częstotliwości przekazywanych informacji miała zatem na celu zwiększyć powodzenie emisji, ograniczyć koszty kapitału, a przy tym wspomagać decyzje inwestycyjne oraz poprawiać efektywności wyceny.

stałymi zainteresowanymi stronami, przez co przyczynia się do rzetelnej wyceny papierów wartościowych”¹. Londyńska giełda LSE określa z kolei relacje inwestorskie jako „termin wykorzystywany do opisu aktywności firm, polegającej na komunikowaniu się ze środowiskiem inwestorskim. Jest to zbiór działań motywowanych własną polityką firm oraz zasadami narzuconymi przez organy regulacyjne. Relacje inwestorskie są w istocie częścią życia giełdy papierów wartościowych, prowadzącą do interakcji pomiędzy przedsiębiorstwami a obecnymi i potencjalnymi inwestorami, analitykami oraz dziennikarzami”². Jeszcze inaczej relacje inwestorskie definiuje D.A. Niedziółka, który ukazuje je jako: „wzajemny proces dwustronnej komunikacji spółki z inwestorami i ich środowiskiem opiniotwórczym. Główne cele tej działalności to informowanie inwestorów o działalności spółki, budowanie zaufania, obniżenie kosztu kapitału i osiągnięcie pełnej wyceny spółki”³.

Relacje inwestorskie są odpowiedzią spółek publicznych na postępującą informatyzację społeczeństwa, coraz większą mobilność kapitału, globalne poszukiwanie coraz to nowych możliwości osiągania zysku oraz nasilającą się konkurencję na rynkach kapitałowych. Często za relacje te błędnie uważa się same działania public relations, promocję, reklamę czy prowadzenie przez spółkę giełdową strony internetowej. Współczesne relacje inwestorskie polegają nie tyle na dostarczaniu informacji o spółce jej otoczeniu gospodarczemu, ale na tworzeniu trwałej dwustronnej komunikacji, pozwalającej na poprawę efektywności wyceny, tworzenie wzajemnego zaufania, przewidywalności oraz transparentności działań, a także na zapewnieniu ładu korporacyjnego. Są one swego rodzaju filozofią w obszarze aktywnego dzielenia się informacją gospodarczą z inwestorami oraz otrzymywania od nich informacji zwrotnej przy zaangażowaniu wielu różnych szczebli zarządczych. Osoby odpowiedzialne za relacje inwestorskie, mając dostęp do bieżących i strategicznych informacji, muszą przekazywać je w sposób jednoznaczny, czytelny oraz nieprzekłamany. Włączając w relacje zamierzenia i prognozy spółki tworzą w konsekwencji ramy lepszej komunikacji, odbywającej się zarówno wewnątrz niej, jak i na zewnątrz⁴.

Współczesne relacje inwestorskie należy traktować jako proces a nie stan, co wynika ze zmieniających się potrzeb na rynkach kapitałowych, a także rosnących oczekiwań interesariuszy względem spółek. Obecne uwarunkowania gospodarcze wymagają nowego spojrzenia na system informacji przekazywanych przez spółki notowane na giełdach, a tym samym tworzenia coraz bardziej efektywnych relacji inwestorskich⁵. Cechy pożądanego systemu relacji to: przejrzystość, otwartość, wiarygodność, spójność, terminowość, interaktywność, zgodność z prawem oraz integralność z działalnością całej spółki⁶.

¹ www.niri.org, za D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2011, s. 23.

² <http://www.londonstockexchange.com/home/ir-apracticalguide.pdf> (24.11.2013).

³ D. Niedziółka, *Relacje inwestorskie*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 4.

⁴ A. Gajewska, *IR to nie sam PR*, „Parkiet” z dnia 29.09.2005.

⁵ *Relacje inwestorskie spółek kapitałowych*, red. G. Łukasik, Difin, Warszawa 2013, s. 146.

⁶ A. Gajewska, *Siedem cech efektywnego IR*, „Parkiet” z dnia 29.09.2005, <http://www.parkiet.com/artykul/411072.html?print=tak&p=0> (30.11.2013).

Model relacji inwestorskich można podzielić na dwa główne obszary, tzn. obligatoryjny i fakultatywny. Pierwszy z nich wynika z ustaw i innych aktów prawnych oraz działań nadzorców, odnoszących się do spółek publicznych. Drugi wynika z regulacji wewnętrznych spółek, nieobligatoryjnych kodeksów dobrych praktyk, tradycji lokalnych bądź potrzeb rynku. Pierwszy z obszarów jest narzucany spółkom, tak więc mają one relatywnie niewielkie możliwości jego swobodnego kształtowania (zakresu, jakości, częstotliwości przekazu). Drugi jest tworzony według reguł zaakceptowanych przez spółkę. Jest to obszar, który z powodzeniem może pełnić rolę narzędzia zarządzania wartością spółki i który decyduje *de facto* o jakości wymienianych informacji i komunikacji z otoczeniem. Ponieważ akcjonariusze spółek notowanych na rynkach kapitałowych nie są zazwyczaj jednorodną grupą, tzn. mają różne cele, reprezentują różny poziom wiedzy oraz różny stopień akceptacji ryzyka, stąd też optymalnie skonstruowane relacje inwestorskie w części fakultatywnej powinny uwzględniać zróżnicowane i zindywidualizowane interesy właścicieli i wierzycieli⁷.

Chociaż relacje inwestorskie stają się współcześnie jednym z kluczowych narzędzi zarządzania strategicznego oraz zarządzania wartością spółek na rynkach kapitałowych (gieldowych i pozagieldowych) stanowią one jednocześnie dla tych podmiotów wyzwanie. Ich prowadzenie wymaga: zorganizowania zaplecza w postaci przeszkolonych pracowników oddelegowanych do komunikacji z otoczeniem lub zaangażowani podmiotów zewnętrznych prowadzących relacje inwestorskie emitenta na zasadzie usług outsourcingu. Tym samym nie wszystkie jednostki z powodów finansowych lub organizacyjnych są w stanie szybko i skutecznie relacje inwestorskie rozwijać⁸.

2. Relacje inwestorskie a wielkość spółek

Relacje inwestorskie tradycyjnie utożsamiane są z większymi spółkami obecnymi na rynkach regulowanych. Możliwość notowania akcji mniejszych podmiotów w ramach ASO spowodowała, że zagadnienie to przeniosło się także do sektora MŚP. Tworzenie i rozwój relacji inwestorskich wśród ww. jednostek ma nieco inny kontekst niż w wypadku spółek notowanych na rynku regulowanym. Co do zasady podmioty sektora MŚP nienotowane na rynku kapitałowym w bardzo ograniczonym stopniu przekazują informacje do otoczenia, a tym samym zachowują relatywnie wysoki poziom tajemnicy gospodarczej czy finansowej. Ich przywilejem jest m.in.: sporządzanie uproszczonych sprawozdań finansowych, brak konieczności

⁷ Współcześnie model taki coraz częściej udaje się wypracować dzięki wykorzystaniu internetu.

⁸ Relacje inwestorskie, co do zasady, muszą spółce przynosić większe korzyści, np. w postaci wpływu na wzrost kursu akcji, ułatwienia pozyskania kapitału czy obniżki jego kosztu, w stosunku do wydatków z nimi związanych (NPV dla relacji inwestorskich musi być > 0). Ponieważ nakłady zwykle muszą być ponoszone na bieżąco, natomiast korzyści są przeważnie odroczone w czasie, np. do momentu emisji akcji, relacje inwestorskie często nie są odpowiednio doceniane i rozwijane.

sporządzania rachunku przepływów pieniężnych oraz zestawienia zmian w kapitale własnym, brak konieczności audytowania sprawozdania czy ich publikowania. W przypadku zamiaru rozpoczęcia notowania w ramach ASO NC, już zmiana formy prawnej na spółkę akcyjną skutkuje nałożeniem dodatkowych obowiązków, wynikających z prawa bilansowego. Sama emisja akcji na NC wymaga ponadto spełnienia nowych obowiązków informacyjnych określonych w regulaminie rynku, aczkolwiek nie tak uciążliwych, jak w wypadku oferty publicznej. Jeżeli wprowadzenie spółki do ASO następuje w formie oferty prywatnej, można oczekiwać, że relacje inwestorskie będą upraszczane, a ilość przekazywanych informacji ograniczana. Powyższe stwierdzenie można uzasadnić mniejszym sformalizowaniem budowy relacji, chęcią pozostania mało transparentnym wobec konkurentów, ograniczaniem kosztów stałych, wynikających z procesu tworzenia relacji, a także chęcią ograniczenia zaangażowania zasobów ludzkich. Brak rozbudowywania relacji inwestorskich może wynikać także z relatywnie łagodnych sankcji nakładanych na spółki w ASO w wypadku naruszenia regulaminu rynku lub zbioru dobrych praktyk.

3. Obowiązki informacyjne przedsiębiorstw MŚP na rynku *NewConnect*

Tworzenie relacji inwestorskich na rynku NC odbywa się zasadniczo na podstawie: ustawy o rachunkowości⁹, prawa rynku kapitałowego¹⁰, kodeksu spółek handlowych¹¹ a także regulaminu ASO oraz zbioru „Dobrych Praktyk Spółek notowanych na NewConnect”¹².

Jedną z kluczowych form komunikowania się z akcjonariuszami na rynku NC, narzuconą przepisami prawa, jest publikowanie raportu rocznego. Zakres prezentowanych w nim informacji ma istotny wpływ na możliwość ograniczania ryzyka inwestycyjnego związanego z zaangażowaniem kapitału przez akcjonariuszy¹³. Raport roczny obejmuje m.in. całoroczne audytowane sprawozdanie finansowe oraz roczne sprawozdanie z działalności. Wszystkie dane zawarte w rocznym sprawozdaniu prezentuje się w zestawieniu z informacjami finansowymi poprzedniego roku obrotowego¹⁴.

⁹ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, DzU 1994, nr 121, poz. 591, z późn. zm.

¹⁰ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2005, nr 184, poz. 1539, z późn. zm.; Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538, z późn. zm.; Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym finansowym, DzU 2005, nr 183, poz. 1537, z późn. zm.

¹¹ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037, z późn. zm.

¹² Załącznik nr 1 do Uchwały nr 795/2008 Zarządu Giełdy z dnia 31 października 2008 r.

¹³ M. Andrzejewski, *Rachunkowość a ujawnianie informacji przez spółki giełdowe*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 19–20.

¹⁴ Przekazywanie informacji bieżących i okresowych odbywa się za pomocą Elektronicznej Bazy Informacji (EBI), zgodnie z zasadami określonymi w Uchwale nr 646/2011 Zarządu Giełdy z dnia 20 maja 2011 r.

Sporządzanie raportów okresowych (kwartalnych) i bieżących jest kolejnym obligatoryjnym obowiązkiem spółek rynku NC¹⁵. W raportach kwartalnych ukazane są kapitały przedsiębiorstwa (w podziale na: kapitał własny, zobowiązania długo i krótkoterminowe), należności długoterminowe i krótkoterminowe, inwestycje krótkoterminowe, wartość amortyzacji, przychody netto ze sprzedaży i wyniki z poszczególnych rodzajów działalności¹⁶. Od zarządu emitenta lub osoby zarządzającej wymaga się komentarza dotyczącego zdarzeń, które miały wpływ na wynik finansowy, a także aktywności jaka podejmowana była w celu rozwoju prowadzonej działalności spółki. Niezbędne jest także przedstawienie struktury akcjonariatu oraz grupy kapitałowej spółki¹⁷. Raporty bieżące publikowane są, gdy wystąpiły zdarzenia lub okoliczności mające istotny wpływ na sytuację gospodarczą lub finansową firmy, a więc gdy istnieje duże prawdopodobieństwo zmiany ceny akcji¹⁸.

Regulamin ASO określa zasady działania na rynku organizowanym przez GPW, w tym obowiązki informacyjne emitentów, zasady i zakres przekazywanych informacji bieżących i okresowych, a także sankcje za naruszenia regulaminu.

„Dobre Praktyki Spółek Notowanych na NewConnect” z kolei wskazują reguły i zasady tworzenia relacji inwestorskich. Stanowią one m.in., że spółka powinna prowadzić przejrzystą i efektywną politykę informacyjną, wykorzystując tradycyjne jak i nowocześnie technologie, zapewniające szybkość, bezpieczeństwo oraz szeroki dostęp do informacji. Dobre Praktyki rekomendują też, by spółka korzystając z ww. metod zapewniała odpowiednią komunikację z inwestorami i analitykami, umożliwiała transmitowanie obrad walnego zgromadzenia przez internet, rejestrowała przebieg obrad i upubliczniała na stronie internetowej¹⁹.

Oceniając zmiany w uwarunkowaniach prawno-regulacyjnych w zakresie relacji inwestorskich na rynku NC należy podkreślić, że w 2013 roku obserwowano zaostrzenie zasad ich prowadzenia, w tym zwłaszcza w zakresie obowiązków informacyjnych i prowadzenia komunikacji, a także sankcji za ich nieprzestrzeganie²⁰. Od 1 czerwca 2013 roku m.in. zaczęły obowiązywać zmiany w regulaminie ASO obejmujące: dodatkowe wymogi nakładane na spółki startup, dodatkowe warunki wprowadzania akcji do obrotu w ASO, poszerzenie zakresu dokumentu informacyjnego oraz zaostrzenie zasad działania Autoryzowanych Doradców (AD). Zmiany miały na celu przede wszystkim: uzyskanie większej przejrzystości ofert prywatnych podmiotów debiutujących na NC (przez zamieszczanie w dokumencie informacyjnym zbadanych sprawozdań finansowych, opisu planowanych działań,

¹⁵ Raporty bieżące i okresowe muszą wskazywać podstawę prawną, a te pierwsze dodatkowo rodzaj zdarzenia, którego dotyczą. Oba rodzaje raportów powinny być sporządzone w sposób umożliwiający ocenę wpływu przekazywanych informacji na sytuację gospodarczą, majątkową i finansową spółki.

¹⁶ § 5 pkt. 4.1 Załącznika nr 3 Regulaminu rynku New Connect, http://newconnect.pl/pub/regulacje_prawne/Regulamin_ASO_Zal_Nr_3.pdf (16.07.2013).

¹⁷ *Ibidem*.

¹⁸ *Droga na giełdę*, PwC, Warszawa 2011, s. 36, http://www.pwc.pl/pl_PL/pl/rynkikapitalowe/Droga_na_gielde_2011_f.pdf (15.07.2012).

¹⁹ Zob. Załącznik do uchwały Zarządu Giełdy 293/2010 z dnia 31 marca 2010 r.

²⁰ Na podstawie uchwał Zarządu Giełdy: nr 175 z dnia 13 lutego, nr 451 z 29 kwietnia oraz 1135 z dnia 27 września.

odnoszenie się w raportach kwartalnych do planów z dokumentu informacyjnego), ograniczenie ryzyka, wynikającego z wprowadzania akcji do ASO (przez określenie sposobu ich objęcia), poprawę jakości informacji przekazywanych inwestorom dla podejmowania decyzji inwestycyjnych (wprowadzenie kwartalnych skróconych sprawozdań finansowych oraz obowiązek określania czynników ryzyka), a także zmniejszenie ryzyka wynikającego z działalności AD²¹.

Zmiany związane z zaostrzeniem wymogów informacyjnych stworzyły warunki prowadzenia do bardziej efektywnej polityki informacyjnej, ale zbiegły się ze znacznym spadkiem liczby debiutujących spółek²². Biorąc pod uwagę podtrzymanie liczby debiutów na rynku regulowanym GPW, można wnioskować, że jedną z determinant spadku liczby nowych emisji na NC była właśnie zmiana regulacji.

4. Problemy nieodpowiedniej jakości relacji inwestorskich na rynku NC

Dotychczasowe badania relacji inwestorskich spółek sektora MŚP notowanych na rynku NC wskazują na występowanie licznych ułomności zarówno w części obowiązkowej, jak i fakultatywnej rozważanego obszaru. Problemy związane z częścią obowiązkową dotyczą przede wszystkim nierzetelnego prowadzenia polityki informacyjnej, przejawiającej się zwłaszcza niepublikowaniem raportów okresowych w trybie i na warunkach obowiązujących w ASO²³. Potwierdzeniem niskiego standardu jakościowego relacji jest stosunkowo duża liczba kar nałożonych przez GPW na emitentów (tab. 1).

Tabela 1
Zestawienie sankcji nałożonych przez organizatora ASO na emitentów NC

Rodzaj sankcji	2009	2010	2011	2012	2013
Zawieszenie obrotu akcjami	X	X	2	26	90
Upomnienie	1	14	X	5	35
Kara pieniężna	X	X	X	14	25
Wykluczenie	X	X	1	7	3
Ogółem	1	14	3	52	153

Źródło: http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty_do_pobrania/kary/NEWCONNECT_zestawienie_SPOLKI_08_13.pdf (30.11.2013).

²¹ http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/prezentacje/prezentacja_zmiany_NC.pdf (17.06.2013). W celu szerszego dotarcia inwestorów do danych emitentów stworzono system EBI, działają też odpowiednie strony rynku NC: www.newconnect.pl, www.gpwinfostrafa.pl.

²² W latach 2007–2013 liczba debiutów była następująca: 2007 – 24, 2008 – 61, 2009 – 26, 2010 – 86, 2011 – 172, 2012 – 89, 30.11.2013 – 40, http://www.newconnect.pl/index.php?page=statystyki_ryнку_roczne (7.07.2013).

²³ Inne naruszenia regulaminu skutkujące nałożeniem kar obejmowały: brak wskazania osób uprawnionych do prowadzenia spraw spółki, brak umowy animatora rynku, nieprawidłowości w przekazywaniu raportów, nieprawidłowości odnośnie do jakości przekazywanych informacji, nieprzekazanie informacji o istotnych wydarzeniach, niemieszczenie się spółki w ramach misji NC, nieopublikowanie opinii z badania sprawozdania finansowego, nieprzekazanie informacji o sytuacji finansowej.

W latach 2009–2013 łącznie nałożono 223 kar w związku z naruszeniem regulaminu ASO, przy czym ich liczba znacząco wzrosła w 2012 i 2013 roku. W samym 2013 roku liczba kar dotyczyła ok. 34% spółek całego rynku. Dominującą sankcją stosowaną wobec emitentów było zawieszenie obrotu akcjami. Choć sankcja ta jest poważna, przesłanką jej stosowania była chęć ochrony interesu inwestorów w warunkach nieodpowiedniej polityki informacyjnej²⁴. Należy więc wskazać, że ze względu na uregulowanie sankcji rynku NC w regulaminie ASO, a nie prawie rynku kapitałowego, ich konsekwencje są znacznie mniej dotkliwe niż na rynku regulowanym GPW. Emitenci na rynku NC podlegają przede wszystkim karom: upomnienia, pieniężnym do 50 tys. zł, zawieszenia obrotu akcjami, wykluczenia spółki lub sporządzenia specjalnych raportów z bieżącej działalności.

Podobnie do relacji inwestorskich w części obowiązkowej, niekorzystnie ocenione mogą być również relacje w części fakultatywnej²⁵. Ich badanie przeprowadzone za pomocą komunikacji e-mailowej na grupie 209 spółek w 2011 roku i grupie 360 podmiotów w 2012 roku wskazuje wprost na niedocenywanie tej sfery przez zarządzających²⁶. W 2011 roku jedynie 2/3 podmiotów odpowiedziało na prośbę o dostarczenie dodatkowych informacji odnośnie do bieżących i przyszłych działań spółki, a także życiorysów osób zarządzających. W znaczącej liczbie podmiotów (33%) stwierdzono zaprzestanie prawidłowej komunikacji z inwestorami tuż po debiucie, a wyróżniającą się jakością relacji można było zaobserwować jedynie u 22 jednostek. W 2012 roku jedynie połowa podmiotów odpowiedziała na prośbę o dodatkowe informacje. Z podanej grupy jedynie 13 spółek zostało wyróżnionych za jakością relacji.

Podsumowując problem jakości relacji inwestorskich na rynku NC, należy wskazać, że nieodpowiednia polityka informacyjna i zbyt słabo rozwinięte relacje inwestorskie w wypadku spółek NC wzmacniają problem ryzyka inwestycyjnego związanego z ASO. Na wspomnianym rynku dominującą grupę stanowią inwestorzy indywidualni²⁷, a więc jednostki dysponujące na tle inwestorów instytucjonalnych zwykle niższą wiedzą finansową oraz mające niższe wymagania dotyczące informacji finansowej dla potrzeb inwestowania²⁸. Ograniczenie zakresu przekazywanych informacji oraz uproszczona komunikacja spółki z inwestorami oznacza możliwość pogłębiania problemu nieadekwatnej wyceny rynku NC.

²⁴ Należy mieć na uwadze, że jego stosowanie powoduje presję na obniżenie płynności obrotu akcjami, co dodatkowo zmniejsza i tak już niską efektywność wyceny na rynku.

²⁵ Badanie przydatności stron internetowych spółek giełdowych dla społeczności inwestorskiej zob. D. Niedziółka, *Wykorzystanie firmowych stron internetowych w relacjach inwestorskich przez spółki notowane w Polsce – wyniki badań empirycznych*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy 77, SGH, Warszawa 2007, s. 137–155.

²⁶ Zob.: A. Szczepkowski, *NewConnect – inwestor indywidualny niekoniecznie pożądanym*, „Trend. Miesięcznik o Sztuce Inwestowania”, kwiecień 2012, s. 20–22.

²⁷ Ich udział w obrotach NC stopniowo zmalał z 92% na koniec w 2007 r. do 75% na koniec 2012 r.

²⁸ Inwestorzy indywidualni często mogą jednak reagować szybciej na zmiany warunków rynkowych niż, np. instytucje finansowe takie jak TFI czy PTE.

5. Relacje inwestorskie a ryzyko inwestycyjne spółek z rynku NC

Celem istnienia rynku NC od początku było zapewnienie możliwości pozyskania kapitału oraz umożliwienia wyceny akcji w sposób prostszy oraz tańszy na tle regulowanego rynku GPW. Dzięki NC spółki kapitałowe uzyskały możliwość przeprowadzania oferty prywatnej, charakteryzującej się niższymi wymogami formalnymi, niższymi kosztami emisji, a następnie niższymi kosztami notowań²⁹. Dodatkowe korzyści rynku NC wynikały z mniejszych wymogów sprawozdawczych i rzadszego audytu, węższego zakresu ujawnianych informacji, a także ze swobody wyboru standardów rachunkowości. W praktyce podejście takie miało za zadanie stworzyć jak najbardziej atrakcyjne warunki do promocji i wprowadzania spółek na ten rynek, a tym samym do ich rozwoju. Z punktu widzenia emitentów powyższe uwarunkowania należy określić jako atrakcyjne, co może być potwierdzone dużą liczbą debiutów na NC obserwowaną właściwie od początku jego powstania. Możliwość wykorzystania uproszczonych procedur debiutu i notowań przy jednoczesnym stosunkowo niewielkim zaangażowaniu własnych zasobów ludzkich i finansowych, a także mniej dotkliwe konsekwencje naruszenia zasad i przepisów NC, przyczyniły się do zdominowania emisji przez oferty prywatne. Z 496 podmiotów debiutujących na NC od momentu jego powstania do końca listopada 2013 roku zaledwie 19 jednostek przeprowadziło ofertę publiczną, a co za tym idzie podlegało obowiązkowi charakterystycznym dla emisji na rynku regulowanym GPW. Upowszechnienie na rynku oferty prywatnej wiąże się z dostarczaniem kapitału przez wąską grupę inwestorów (poniżej 150 osób), a tym samym ze scentralizowaną oceną ryzyka i wyceną kosztu kapitału, upodabniającą rynek NC do *venture capital* lub *business angels*.

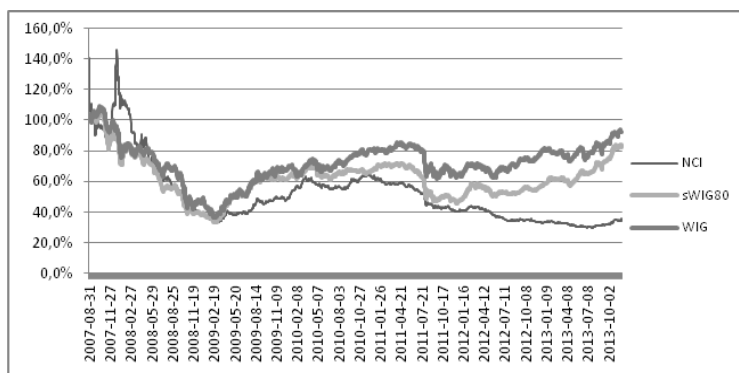
Niewątpliwie czynniki, które umożliwiły rozwój rynku NC, odzwierciedlone w dużej liczbie debiutów, powinny być traktowane jako obszar podwyższonego ryzyka z punktu widzenia inwestorów. Przede wszystkim uproszczenie zasad emisji i notowania w ramach ASO oznacza z założenia możliwość prowadzenia niższej jakości relacji inwestorskich zarówno w części obligatoryjnej, tzn. informacji przekazywanych inwestorom obowiązkowo, jak również w części fakultatywnej, tzn. zależnej od decyzji spółki. Uproszczenie zasad emisji akcji w ramach oferty prywatnej a następnie ograniczenie obowiązków formalnych podczas notowań wiąże się z możliwością przekazywania mniej dokładnych informacji, a także z mniejszą częstotliwością ich udostępniania (brak raportów półrocznych). Jednocześnie ze względu na prywatny charakter większości ofert emisji i wąskie grono nabywców nie występuje tu presja na rozwój części fakultatywnej relacji inwestorskich, a więc tworzonej w sposób określony wyłącznie przez spółkę. Wobec ograniczonego zakresu przekazywanych informacji korporacyjnych w warunkach oferty prywatnej istnieje ryzyko braku równości w dostępie do informacji dotyczących notowanego podmiotu. Inwestorzy z udziałami większościowymi, dzięki wpływowi na obsadę organów spółki, będą mogli dysponować szerszym zakresem informacji niż akcjonar-

²⁹ Szerzej na temat struktury i wysokości kosztów związanych z notowaniem na rynku NC oraz ich porównanie do rynku GPW, D. Kordela, *NewConnect – rynek giełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw. Systematyka, organizacja, perspektywy rozwoju*, CeDeWu, Warszawa 2013, s. 95.

riusze mniejszościowi. Tym samym można oczekiwać problemów dotyczących obiektywnej oceny spółki, oderwania wyceny rynkowej od wartości wewnętrznej oraz dodatkowego pogorszenia efektywności informacyjnej rynku.

Przedstawione powyżej problemy wyceny, wynikające ze stosowania ofert prywatnych, a przy tym uproszczonych obowiązków informacyjnych i mniej rozbudowanych relacji inwestorskich są dodatkowo wzmacniane przez małą wartość emisji i niską kapitalizację, małe rozproszenie akcjonariatu, a także niższy niż na GPW wskaźnik obrotu³⁰. W efekcie na rynku tym obserwowany jest brak dostatecznego zaangażowania dużych inwestorów instytucjonalnych, w tym banków, towarzystw ubezpieczeniowych czy OFE, a dominujący udział przypada inwestorom indywidualnym³¹. Brak zaangażowania dużych instytucji finansowych powoduje, że rynek NC właściwie od początku swojego istnienia zmagają się z problemem niskiej płynności oraz nieefektywnej wyceny, wzmagającej jego podatność spekulacyjną³².

Charakter notowanych spółek, rodzaj i wielkość ofert emisji akcji, a także struktura inwestorów i płynność obrotu determinują występowanie problemu luki między wartością rynkową oraz wewnętrzną spółek z NC. Przykładowo od 2009 roku widoczna jest dysproporcja w wycenie spółek rynku NC, mierzona względną wartością indeksu NCI, na tle wartości szerokiego indeksu WIG oraz indeksu małych spółek z rynku regulowanego, tzn. sWIG80 (rys. 1).



Rysunek 1. Wycena na rynku NC a wycena na rynku regulowanym GPW

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW w Warszawie, <http://www.gpwinformacja.pl/GPWIS2/pl/quotes/archive/1> (30.11.2013).

³⁰ Stosowanie prywatnych ofert emisji akcji, które w latach 2012–2013 często nie przekraczały 1 mln zł (54 z 89 debiutów w 2012 r. oraz 20 z 40 debiutów w 2013 r.) właściwie eliminuje możliwość uzyskania odpowiedniego wolumenu i płynności obrotu akcjami na NC.

³¹ Niska wartość emisji i niewielki udział akcji znajdujących się w wolnym obrocie powodują, że rynek NC okazuje się za mały dla alokacji środków dużych instytucji finansowych.

³² Na koniec listopada 2013 r. ok. 45% spółek rynku NC miało bardzo niski poziom płynności obrotu i było klasyfikowane do segmentu *high liquidity risk* lub *super high liquidity risk*.

Jednym ze sposobów zobiektywizowania wyceny oraz zmniejszenie luki między wartością wewnętrzną może być zatem rozwijanie relacji inwestorskich, które na wymienionym rynku – ze względu na jego ułomności – powinny pełnić szczególną rolę. Biorąc pod uwagę stosunkowo niski poziom wyceny na rynku NC oraz jednocześnie relatywnie dużą liczbę debiutów, można wskazać na występowanie istotnej dysproporcji atrakcyjności rynku NC z punktu widzenia emitentów oraz inwestorów.

Podsumowanie

Ze względu na małą skalę obrotu kapitałowego, niewielką wartość transakcji, brak płynności obrotu, a także niewielkie rozproszenie akcjonariatu, relacje inwestorskie na rynku NC powinny być tworzone w sposób szczególny, tzn. niwelować ryzyko wynikające z charakteru działalności samych spółek oraz z niedoskonałości funkcjonowania rynku. Obecne rozwiązania funkcjonowania i rozwoju rynku NC charakteryzują się sprzecznością interesu małych i średnich przedsiębiorstw w zakresie dążenia do obniżki kosztów oraz zachowania jak największego zakresu poufności informacji gospodarczych oraz interesu potencjalnych inwestorów, dążących do redukcji ryzyka inwestycyjnego. W procesie poprawy jakości relacji inwestorskich spółki mogą szeroko wykorzystywać kanał internetowy, w tym portale społecznościowe, co pozwala na redukcję kosztów prowadzenia relacji. W efekcie coraz większe znaczenie w tworzeniu relacji będzie mieć pomysłowość, nowatorskość, systematyczność oraz odpowiednia organizacja pracy.

Wprowadzenie obowiązku sprawozdawczości kwartalnej oraz przyjęcie „Dobrych Praktyk Spółek notowanych na NC” są niewątpliwie rozwiązaniami wspomagającymi jakość relacji inwestorskich, ale wymagającymi dalszych działań dostosowawczych, celem poprawy efektywności wyceny rynku NC i zmniejszenia luki między wartością fundamentalną i rynkową spółek. Obecny niski poziom jakościowy relacji będzie mógł być jednak wspomagany przez zmiany legislacyjne jedynie do pewnego stopnia. Większych efektów można oczekiwać nie z powodu sankcjonowania spółek, ale raczej wspierania, edukacji oraz szkolenia ich kadr. Podstawowym problemem związanym z regulacjami relacji inwestorskich prowadzonych przez małe i średnie przedsiębiorstwa jest określenie ich optymalnego poziomu, który z jednej strony pozwoli na wsparcie efektywności wyceny, a z drugiej nie spowoduje istotnego zmniejszenia atrakcyjności rynku pod względem wymogów formalnych oraz kosztów emisji i obrotu akcjami. Działania zmierzające zwłaszcza do poprawy jakości informacji kierowanych do inwestorów będą uwiarygodniały spółki NC.

Literatura

- Andrzejewski M., *Rachunkowość a ujawnianie informacji przez spółki giełdowe*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Droga na giełdę*, PwC, Warszawa 2011, s. 36, http://www.pwc.pl/pl_PL/pl/rynkikapitalowe/Droga_na_gielde_2011_f.pdf (15.07.2012).

- Dziawgo D., *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2011.
- Gajewska A., *IR to nie sam PR*, „Parkiet” z dnia 29.09.2005.
- Gajewska A., *Siedem cech efektywnego IR*, „Parkiet” z dnia 29.09.2005,
http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/prezentacje/prezentacja_zmiany_NC.pdf,
<http://www.gpwinfostrefa.pl>.
- <http://www.londonstockexchange.com/home/ir-apracticalguide.pdf>.
- <http://www.newconnect.pl>.
- <http://www.parkiet.com/arttykul/411072.html?print=tak&p=0>.
- Kordela D., *NewConnect – rynek giełdowy dla małych i średnich przedsiębiorstw. Systematyka, organizacja, perspektywy rozwoju*, CeDeWu, Warszawa 2013.
- Niedziółka D., *Relacje inwestorskie*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Niedziółka D., *Wykorzystanie firmowych stron internetowych w relacjach inwestorskich przez spółki notowane w Polsce – wyniki badań empirycznych*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy 77, SGH, Warszawa 2007.
- Relacje inwestorskie spółek kapitałowych*, red. G. Łukasik, Difin, Warszawa 2013.
- Szczepkowski A., *NewConnect – inwestor indywidualny niekoniecznie pożądany*, „Trend. Miesięcznik o Sztuce Inwestowania”, kwiecień 2012.

INVESTOR RELATIONS IN COMPANIES OF SME SECTOR LISTED AT NEW-CONNECT – THEORETICAL AND PRACTICAL ASPECTS

Summary

Investor relations are crucial are of management for companies functioning on capital market. Special meaning have relations provided by SME which are listed within alternative trading system, established by Warsaw Stock Exchange under the name NewConnect. Such companies on the one hand search for the status of publicly traded entity, on the other hand they tend to be as less transparent as it is possible. Due to possibility of using simplified procedures and legal solutions for IPOs and then market quotations at NewConnect investor relations amongst given companies can be conducted in a less formalized way leading to their worse quality. The characteristics of traded companies, low dispersion of ownership, lack of investments of large financial institution, low liquidity of shares' trade makes the investor relations at NewConnect an area of special interest and an area of supporting of effectiveness of stock's pricing.

Keywords: investor relations, companies of SME, alternative trading system NewConnect

Translated by Michał Buszko, Bożena Kołosowska