

Ewa Feder-Sempach

Uniwersytet Łódzki

NEWCONNECT I INNE ALTERNATYWNE RYNKI DLA SEKTORA MŚP W EUROPIE

Streszczenie: Celem opracowania jest przedstawienie europejskich doświadczeń z zakresu tworzenia rynków dedykowanych małym i średnim przedsiębiorstwom oraz odniesienie ich do polskiego rynku alternatywnego NewConnect. Do analizy, oprócz polskiego rynku alternatywnego, zostały wybrane: londyński AIM, działający w strefie euro Alternext, skandynawski First North, niemiecki Entry Standard oraz europejski Chi-X Europe i projekt Turquoise.

Słowa kluczowe: rynek alternatywny, AIM, Alternext, Entry Standard, First North.

1. Wstęp

Celem opracowania jest przedstawienie europejskich doświadczeń z zakresu tworzenia rynków dedykowanych małym i średnim przedsiębiorstwom oraz odniesienie ich do polskiego rynku alternatywnego NewConnect. Do analizy, oprócz polskiego rynku alternatywnego, zostały wybrane: londyński AIM, działający w strefie euro Alternext, skandynawski First North, niemiecki Entry Standard oraz europejski Chi-X Europe i projekt Turquoise. Artykuł stanowi spójne kompendium wiedzy o rynkach alternatywnych w Europie.

2. Przegląd głównych alternatywnych rynków europejskich

2.1. AIM

Alternative Investment Market w Londynie jest parkietem międzynarodowym o światowym znaczeniu¹. AIM jest rynkiem regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Londynie LSE (ang. *London Stock Exchange*). Rynek powołano do życia w 1995 r. i był dedykowany małym i średnim firmom brytyjskim, o dużym potencjale rozwojowym. Kiedy rynek powstawał, sama jego idea wzbudziła dyskusję na temat tego, jak giełda może usprawnić swoje usługi przeznaczone dla

¹ Na AIM notowane były 223 spółki zagraniczne na koniec 2010 r.

małych i średnich przedsiębiorstw. Celem twórców rynku było to, aby AIM różnił się znacząco od rynku głównego (ang. *LSE Main Market*). Od 2002 r. AIM zaczął przyciągać firmy spoza Wielkiej Brytanii, głównie z krajów Brytyjskiej Wspólnoty Narodów (ang. *Commonwealth*). Na rynku obecne są również spółki amerykańskie, dla których AIM był tańszy i mniej złożony niż giełdy w Stanach Zjednoczonych [Feder-Sempach 2010, s. 35].

Firmy notowane na AIM to w większości niewielkie przedsiębiorstwa, które chcą się rozwijać. Rynek AIM jest atrakcyjny dla małych i średnich przedsiębiorstw, bo pozwala na pozyskanie stosunkowo niewielkich środków od 10 mln funtów brytyjskich. Przedsiębiorstwa notowane na AIM można podzielić na dwie kategorie. Do pierwszej kategorii należą firmy, które w momencie wchodzenia na rynek są już dochodowe i mają ugruntowaną pozycję, a AIM ma im służyć jako droga do dalszej ekspansji, część z nich planuje przejście na rynek główny. Warto również zauważyć, iż chociaż założeniem było, że spółki notowane na AIM z czasem staną się uczestnikami rynku głównego, praktyka pokazała, że kierunek strategii może być odwrotny. Od pewnego czasu bowiem następują przejścia z rynku giełdowego na rynek alternatywny (np. w kwietniu 2010 r. spółka Manganese Bronze Hldgs PLC). Do drugiej kategorii należą firmy we wczesnej fazie rozwoju, dla których rynek AIM jest alternatywą w stosunku do finansowania typu *venture capital*. Najczęściej są to przedsiębiorstwa działające w branży nowych technologii, dla których AIM jest jedną z faz finansowania rozwoju. Pomimo tego, że przedsiębiorstwa notowane na AIM to firmy działające w warunkach podwyższonego ryzyka rynkowego, liczba bankrutujących jest stosunkowo niewielka.

Rynek AIM prowadzony przez LSE jest nadzorowany przez brytyjski Urząd Regulacji Rynków Finansowych (United Kingdom Financial Services Authority). Urząd nadzoruje działanie londyńskiej giełdy, w tym również AIM jako jej podmiotu. System regulacyjny na AIM opiera się na podmiotach nazywanych *nomads* (ang. *nominated advisers*), które można nazywać uprawnionymi doradcami czy autoryzowanymi doradcami jak na NewConnect. Rola *nomads* jest unikatowa. Uprawniony doradca gwarantuje zasadność emisji akcji spółki na AIM i czuwa nad spełnianiem przez nią kryteriów, które wyznacza giełda. Doradcy muszą odgrywać trzy przeciwstawne role, które są trudne do pogodzenia. Pierwsza rola to doradca emitenta, druga to nadzorowanie uczestników rynku, tak aby spełniali wymagania AIM, a trzecia to dbanie o własną reputację, która zapewnia wpływy do firmy [Arcot i in. 2007, s. 18-30].

AIM to rynek o szczególnym podejściu do wymogów formalnych, które musi spełniać emitent. Na AIM nie ma wymogu minimalnej wielkości spółki, długości jej historii czy kapitalizacji. Sam rynek był bardzo silnie krytykowany, szczególnie przez giełdę NYSE (New York Stock Exchange) za to, że jest zbyt liberalny i naraża inwestorów na wysokie ryzyko inwestycyjne. Ewolucja alternatywnego systemu obrotu w Londynie sprawiła, że jest on prosty i jednorodny, czemu zawdzięcza sukces na rynku międzynarodowym. AIM stał się wzorem funkcjonowania dla wielu alter-

natywnych rynków w Europie i na świecie, oprócz Polski z doświadczeń brytyjskiego rynku skorzystały m.in. włoski rynek AIM Italia czy irlandzki rynek IEE (Irish Enterprise Exchange).

Rynek AIM rozwija się w sposób konsekwentny od momentu powstania w 1995 r., jednakże od początku XXI w. notuje się jego bardziej dynamiczny wzrost. Liczba spółek brytyjskich i międzynarodowych konsekwentnie rośnie. Wartość rynku również wzrasta. Jedynym wyjątkiem był kryzys związany z pęknięciem bańki spekulacyjnej w spółkach internetowych na początku XXI w. Od niedawna AIM cieszy się popularnością wśród spółek chińskich. Silna międzynarodowa pozycja AIM pozwala na konkurencję z amerykańskim rynkiem pozagiełdowym NASDAQ [Mikołajczyk, Kurczewska 2010, s. 71]. W 2005 r. AIM zyskała dwóch europejskich konkurentów – Alternext prowadzony przez NYSE Euronext i Entry Standard prowadzony przez Deutsche Börse we Frankfurcie. Obydwaj konkurenci mają ambicje międzynarodowe [Hilton (red.) 2008].

2.2. Alternext

Rynek alternatywny Alternext powstał w 2005 r. jako oferta giełdy Euronext (obecnie NYSE Euronext), skierowana do małych i średnich przedsiębiorstw². Uznaje się go za rynek referencyjny strefy euro, pozycjonowany przez giełdę NYSE Euronext jako unikatowy wariant w świecie inwestycji. Z oferty rynku mogą korzystać europejskie i pozaeuropejskie spółki prowadzące działalność gospodarczą co najmniej od dwóch lat oraz decydujące się na udostępnienie w wolnym obrocie akcji o wartości minimalnej 2,5 mln euro³. Alternext stworzył odrębny model rynkowy, który ma zapewniać notowanym spółkom płynność. Model ten obejmuje transakcje zarówno kwalifikujące się, jak i spoza księgi głównej zamówień (*central order book*). Dualność modelu zapewnia inwestorom możliwość prawdziwego wyboru (*NYSE Alternext 2000*).

Spółka może dokonać emisji akcji na Alternext w dwojaki sposób: pierwszy – oferty publicznej (ang. *initial private offering*) i drugi – *private placement*. Podobnie jak inne rynki alternatywne Alternext ograniczył wymagania dla emitenta, starając się jednocześnie stworzyć rynek przejrzysty dla inwestora. Od przedsiębiorstw notowanych na Alternext nie wymaga się, aby raportowały zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej czy dostarczały kwartalne sprawozdania finansowe, ale są one zmuszone podawać do publicznej wiadomości wszystkie informacje, które mogą mieć wpływ na cenę ich akcji. Każda ze spółek może

² Sama giełda określa Alternext jako rynek *tailor-made market*, czyli rynek uszyty na miarę potrzeb i możliwości małych i średnich przedsiębiorstw w strefie euro.

³ W przypadku emisji prywatnej nie ma minimalnego progu wartości wolnego obrotu. Jednakże podczas dwóch lat poprzedzających emisję spółki muszą odnotować wzrost kapitału o co najmniej 5 mln euro (włączając kwoty od inwestorów).

sobie wybrać miasto/kraj spośród rynków należących do Euronext w Belgii, Francji, Portugalii lub Holandii.

Funkcję autoryzowanych doradców na Alternext pełnią tzw. *listing partners*, innymi uczestnikami rynku są tzw. *liquidity providers*, których rola zbliżona jest do *market makers* (w rzeczywistości wyróżnia się dwa rodzaje tych podmiotów: *corporate brokers* przy mniejszych spółkach oraz *dealers* w wypadku większych czy zagranicznych spółek). *Listing sponsor* to podmiot, który ma zapewnić trwałą współpracę emitenta z giełdą Alternext. Podstawowa rola *listing sponsor* to przygotowanie spółki do emisji akcji na Alternext. *Listing sponsor* przeprowadza *due diligence*, aby przedstawić inwestorom wierny obraz przedsiębiorstwa, zgodny z wymaganiami informacyjnymi giełdy Euronext. Po wprowadzeniu akcji spółki na rynek *listing sponsor* ma czuwać nad przestrzeganiem zasad wymaganych przez Alternext. Można powiedzieć, iż *listing sponsor* odgrywa rolę dwojaką. Z jednej strony jest partnerem emitenta, pomaga przeprowadzić emisję i czuwa nad obowiązkami informacyjnymi, a z drugiej jest partnerem inwestora, któremu zapewnia obiektywny dostęp do informacji o spółce. Na Alternext istnieją dwa systemy notowań: notowania ciągłe i notowania jednolite z pojedynczym fixingiem o godz. 15.30. W ramach notowań ciągłych handluje się najbardziej płynnymi akcjami między godz. 9.00 a 17.30.

Celem Alternext jest pozycja czołowego rynku alternatywnego dla małych i średnich przedsiębiorstw w strefie euro. Przewaga Alternext nad innymi rynkami przejawia się wzmożoną ochroną interesów inwestorów (np. w porównaniu z brytyjskim AIM). Niewątpliwym atutem Alternext jest funkcjonowanie w strefie euro, co eliminuje ryzyko walutowe i europejski wymiar rynku [Porebski 2009].

Obecnie na rynku Alternext notowanych jest 165 spółek, w tym 138 w wyniku emisji publicznej i 27 w wyniku emisji prywatnej. Koszty wejścia na Alternext są ok. 30% niższe niż na rynek główny [Northedge 2006]⁴.

2.3. Entry Standard

Entry Standard to regulowany rynek akcji prowadzony przez Deutsche Börse jako segment Open Market, przeznaczony dla małych i średnich przedsiębiorstw. Entry Standard utworzono 25 października 2005 r. Jest to rynek alternatywny, oferujący wszystkim chętnym spółkom dostęp do rynku kapitałowego, przy niewielkiej liczbie formalnych zobowiązań (brak wymagań co do czasu działania i wielkości spółki) oraz prostej, szybkiej i efektywnej kosztowo procedurze wejścia. Spółka może dokonać emisji akcji na Entry Standard w formie oferty publicznej (ang. *initial private offering*) i *private placement*, bez wymogu publikacji prospektu emisyjnego. Entry Standard oferuje szybki i tani dostęp do kapitału przy niewielkich wymaganiach formalnych. Rynek jest skierowany głównie do młodych emitentów, ale działają na nim również firmy z ugruntowaną pozycją rynkową.

⁴ Więcej o kosztach wejścia i funkcjonowania na rynku Alternext: [Mikołajczyk, Kurczewska 2010].

Segment Entry Standard podlega prawu prywatnemu stworzonemu przez właściciela rynku Deutsche Börse i określany jest jako rynek prowadzony przez giełdę (*Exchange Regulated Market*)⁵. Dla emitentów oznacza to mniejsze wymagania informacyjne, a dla inwestorów – akceptację wyższego ryzyka inwestycyjnego. Akcjami notowanymi na Entry Standard obraca się w ramach platformy Xetra, za pomocą której zorganizowany jest obrót na Giełdzie Papierów Wartościowych we Frankfurcie nad Menem. Emitenci są zobowiązani do współpracy z Deutsche Börse Listing Partner, który wspiera spółki i dostarcza im *know-how*, pracuje nad ich reputacją i rozwojem na rynku kapitałowym. Funkcjonowanie rynku Entry Standard z punktu widzenia jego uczestników przedstawia tab. 1.

Tabela 1. Entry Standard z punktu widzenia jego uczestników

<p>Emitenci</p> <ul style="list-style-type: none"> – dostęp do kapitału przy niewielkich wymaganiach formalnych, – zredukowane zobowiązania i przejrzyste reguły, – wprowadzenie własnych akcji do obrotu giełdowego. 	<p>Inwestorzy</p> <ul style="list-style-type: none"> – nowe możliwości inwestycyjne, – korzystanie z systemu Xetra, – nowe możliwości na osiąganie wyższych stóp zwrotu przy mniejszej przejrzystości rynku.
<p>Deutsche Börse Listing Partner</p> <ul style="list-style-type: none"> – wsparcie i opieka nad emitentami, – dostarczanie <i>know-how</i>, – nadzorowanie i wydawanie opinii, – monitorowanie działania emitenta wraz z dbaniem o spełnianie podstawowych wymogów przejrzystości działania firm obecnych na rynku. 	<p>FWB trading participants* – członkowie giełdy uprawnieni do zawierania transakcji,</p> <ul style="list-style-type: none"> – pomoc przy plasowaniu emisji, – zawieranie i monitorowanie transakcji.

*Frankfurter Wertpapierbörse – FWB, Frankfurt Stock Exchange.

Źródło: opracowanie własne na podstawie entry_standard_broschuere.pdf, <http://deutsche-boerse.com> (5.01.2011).

Dla rynku obliczane są dwa indeksy: Entry Standard Index i Entry All Share Index. Niewątpliwą zaletą rynku Entry Standard jest funkcjonowanie w ramach jednego z najważniejszych ośrodków handlu papierami wartościowymi w Europie, jakim jest Frankfurt nad Menem. Silna pozycja Deutsche Börse, właściciela rynku, na tle rynków giełdowych w Europie wpływa na duży potencjał i szybkość rozwoju Entry Standard. Deutsche Börse jest ekspansywnym graczem na rynku kapitałowym Europy, pretendującym do przejścia największych ośrodków giełdowych i bezpośrednim konkurentem dla NYSE Euronext, prowadzącym rynek Alternext.

⁵ *Regulated Unofficial Market of the Frankfurt Stock Exchange.*

2.4. First North

First North jest alternatywnym rynkiem sojuszu giełd skandynawskich i bałtyckich OMX. Rynek ten nie posiada w świetle prawa unijnego statusu rynku regulowanego, nie podlega więc EU Securities Markets Law czy dyrektywie MiFID. Wytyczne *Prospectus Directive* dotyczą jedynie przypadku składania oferty publicznej (w przeciwnym razie obowiązują zasady First North). First North przeznaczony jest dla firm zainteresowanych wejściem na rynek kapitałowy, ale niespełniających warunków wymaganych przy debiucie na rynku regulowanym NASDAQ OMX Nordic (Nordic List). Posiada licencję alternatywnego systemu obrotu, tzw. MTF (ang. *Multilateral Trading Facility*), od 2007 r. Tak jak w przypadku innych alternatywnych rynków europejskich, od przedsiębiorstw wymagana jest współpraca z autoryzowanym doradcą. Rynek rozpoczął funkcjonowanie w 2005 r. w Danii. W 2006 r. zaczął funkcjonować w Szwecji (w Sztokholmie), z czasem rozszerzył swą działalność o Finlandię (Helsinki) i Islandię (Reykjavik). First North używa tej samej infrastruktury i sieci dystrybucji co NASDAQ OMX Nordic. Na First North notowane są obecnie 124 przedsiębiorstwa (stan na 2 stycznia 2011). Całkowity obrót na rynku (włączając rynek OTC) wyniósł 1 230 381 108 euro, o ponad 38% mniej niż w 2008 r. W 2009 r. wartość kapitalizacji rynku wyniosła 2 413 802 862 euro (w 2008 r. 1 557 154 993 euro).

Tabela 2. Różnice w kryteriach przyjęcia na rynek regulowany Nordic List i rynek alternatywny First North

Kryteria	The Nordic List	NASDAQ OMX First North
Prospekt emisyjny	Wymóg przygotowania i upublicznienia prospektu oraz jego zatwierdzenia przez odpowiednie organy	Prospekt wymagany w przypadku oferty publicznej
Podmiot zatwierdzający wejście na rynek	Giełda papierów wartościowych – <i>listing approval</i>	Autoryzowany doradca, Giełda papierów wartościowych – <i>admission approval</i>
Historia działalności	Potwierdzona trzema rocznymi sprawozdaniami finansowymi	Niewymagana
Dokumentacja dotycząca sytuacji finansowej przedsiębiorstwa	Potwierdzenie zyskowności przedsiębiorstwa lub odpowiednich źródeł finansowania wejścia na giełdę	Niewymagane
Udziały publiczne	Udziały publiczne w wysokości minimum 25%	Udziały publiczne w wysokości minimum 10% lub przypisany tzw. <i>liquidity provider</i>
Minimalna wartość rynkowa	1 mln euro	Brak
Zgodność z <i>Corporate Governance Code</i>	Wymagana	Niewymagana

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/firstnorth/fnformm/?languageId=1> (2.01.2010).

Różnice między rynkiem regulowanym Nordic List a NASDAQ OMX First North przedstawia tab. 2.

2.5. Chi-X Europe

Chi-X Europe to alternatywna platforma handlu papierami wartościowymi, określająca się jako giełda dla całej Europy. Właścicielem rynku jest spółka Chi-X Europe Ltd. z siedzibą w Londynie. Platforma transakcyjna powstała w marcu 2007 r. i działa na podstawie przepisów dyrektywy MiFID. Powstanie rynku Chi-X było odpowiedzią na potrzebę stworzenia szybszej, tańszej i przyjaznej dla inwestorów giełdy o zasięgu ponadnarodowym. Zaletą Chi-X jest działanie w czasie dłuższym niż inne tradycyjne rynki, system rozpoczyna działanie o godz. 6.00, a kończy o godz. 17.50 czasu londyńskiego (GMT), w godzinach 8.00-16.30 odbywają się notowania ciągle. Zlecenia na Chi-X podzielone są na zlecenia agresywne, czyli takie, które odpowiadają na ofertę czekającą w arkuszu, i zlecenia pasywne. Giełda pobiera opłatę 0,003% za zrealizowanie zlecenia aktywnego, a składający zlecenie pasywne dostaje od giełdy 0,002% rabatu za zwiększanie płynności na rynku. Na rynku można kupować akcje notowane na większości rynków w Europie, np. akcje z rynków: niemieckiego, belgijskiego, francuskiego, norweskiego, włoskiego, szwajcarskiego, oraz międzynarodowe kwity depozytowe notowane w dolarach amerykańskich. Kolejną zaletą rynku to działanie w oparciu o dużą liczbę platform transakcyjnych, co może stanowić przewagę nad innymi rynkami w Europie. Giełda Chi-X określana jest mianem rynku *High Frequency Trading* (HFT), czyli rynku, na którym składa się małe zlecenia, ale z dużą częstotliwością przy użyciu Internetu [Urański 2011]. Z punktu widzenia inwestorów indywidualnych rozwiązanie zaproponowane przez Chi-X Europe wydaje się bardzo korzystne. Inwestorzy coraz częściej wybierają platformy transakcyjne tego typu ze względu na niższe koszty czy gwarancję anonimowości. Obroty na giełdzie Chi-X sięgają blisko 500 mld euro rocznie⁶ i rynek stanowi zagrożenie dla tradycyjnych giełd, które zaczynają interesować się jego przejęciem, tak jak to było w przypadku projektu Turquoise [Goss-Strzelecki 2011].

2.6. Projekt Turquoise

Projekt Turquoise, tak jak Chi-X Europe, to alternatywna platforma handlu papierami wartościowymi (głównie akcjami) przeznaczona dla inwestorów z Europy. Rynek walczył o inwestorów i przed przejęciem przez Giełdę Londyńską skupiał ok. 40% handlu akcjami z indeksu FTSE100 (ang. *Financial Times Stock Exchange Index*). Właściciele platformy deklarują, iż koszty zawierania transakcji są o połowę niższe niż na tradycyjnych giełdach. Na rynku Turquoise inwestorzy mają dostęp do 1700

⁶ W pierwszym kwartale 2010 r. obroty wynosiły 368 mld, a wartość ta ma tendencje wzrostową, <http://www.exchange-handbook.co.uk/index.cfm?section=news&action=detail&id=89813> (5.01.2011).

walorów pochodzących z większości krajów europejskich, w tym również z Czech i Węgier, oraz ze Stanów Zjednoczonych [<http://www.tradeturquoise.com>].

Projekt Turquoise został uruchomiony w 2008 r. z inicjatywy siedmiu globalnych banków inwestycyjnych: BNP Paribas, Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Société Générale i UBS. Założyciele projektu zakładali dalszą współpracę z nowymi właścicielami i do udziałowców dołączyły kolejne instytucje, takie jak: ABN Amro, Barclay's Capital, Dexia, ITG Group, JP Morgan, Landesbanki Kepler, Lehman Brothers [*Giędy alternatywne...* 2011]. Obecnie właścicielem platformy Turquoise jest Giełda Papierów Wartościowych w Londynie, posiada 60% jej kapitału. Głównymi dostarczycielami zleceń na LSE były wspomniane banki, które po decyzji odmownej LSE w sprawie obniżenia opłat same postanowiły założyć platformę obrotu akcjami w Europie. Giełda Papierów Wartościowych w Londynie, przejmując platformę Turquoise, wyeliminowała konkurenta i zapobiegła spadkowi obrotów na własnym parkiecie.

3. Analiza porównawcza wybranych rynków alternatywnych

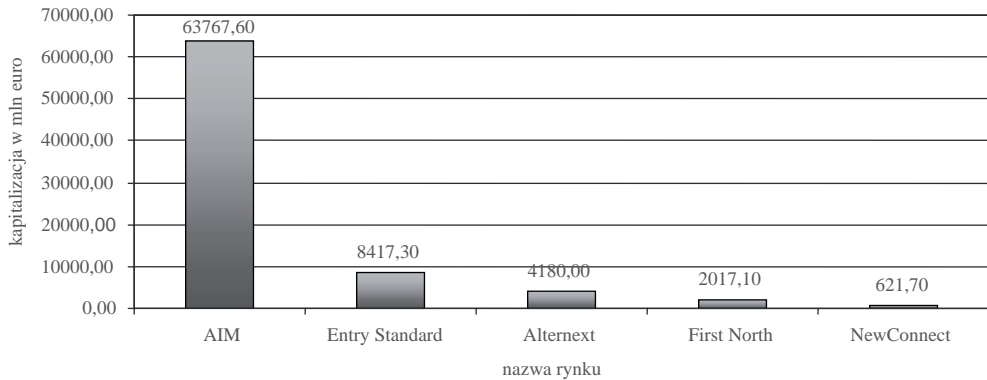
Aby zobrazować funkcjonowanie rynków alternatywnych w Europie, w tab. 3 zaprezentowano główne statystyki na ich temat. Na rysunku 1 przedstawiono ich kapitalizację, na rys. 2 – obroty, a na rys. 3 – liczbę debiutów. Do analizy porównawczej wybrano tylko rynki prowadzone przez giełdy, z pominięciem Chi-X Europe i Projektu Turquoise.

Tabela 3. Porównanie wybranych rynków alternatywnych w Europie na koniec 2009 roku

Nazwa rynku/ statystyka	NewConnect	AIM	Alternext	First North	Entry Standard
1	2	3	4	5	6
Kraj siedziby	Polska	Wielka Brytania	Belgia	kraje skandynawskie	Niemcy
Zasięg	Polska, kraje Europy Środkowo- -Wschodniej	globalny	kraje strefy euro	kraje skandynawskie	Niemcy, kraje Europy Środkowo- -Wschodniej
Liczba notowanych spółek	107	1293	125	129	116
Wielkość kapitalizacji (mln euro)	621,7	63 767,6	4 180,0	2 017,1	8 417,3
Obrót na rynku – <i>Electronic Order Book Transactions</i> (w mln euro)	16,0	342,6	177,4	104,9	59,6

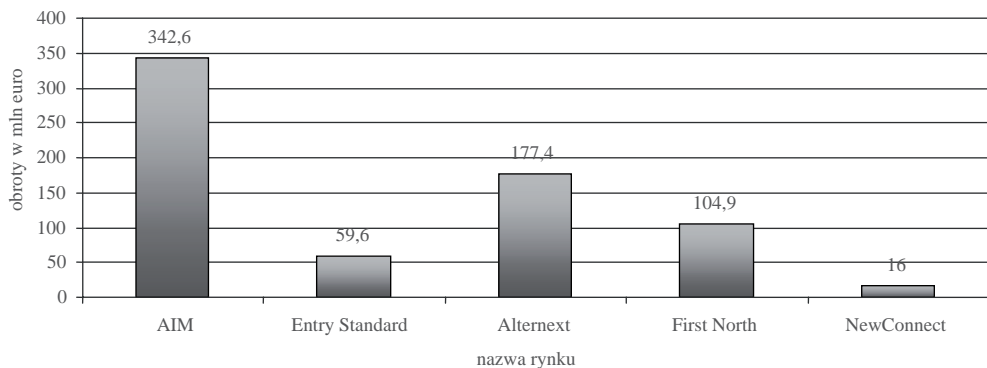
1	2	3	4	5	6
Liczba debiutów roku 2009	26	14	3	5	4
Obowiązek współpracy z doradcą	autoryzowany doradca – współpraca minimum przez pierwszy rok notowań	<i>nominated adviser</i> – współpraca przez cały okres notowań	<i>listing sponsor</i> – współpraca przez cały okres notowań	autoryzowany doradca – współpraca przez cały okres notowań	<i>Deutsche Börse Listing Partner</i> – współpraca przez cały okres notowań

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [*Specialised Markets...*]; liczba debiutów na podstawie: [*PricewaterhouseCoopers IPO...*].



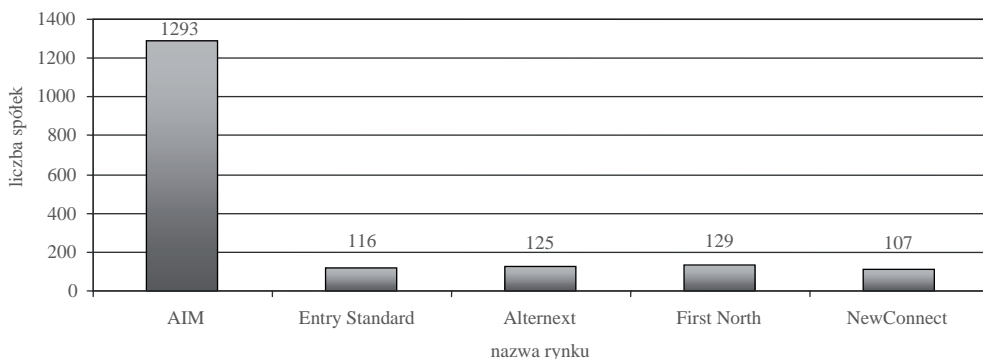
Rys. 1. Kapitalizacja rynków alternatywnych w Europie na koniec grudnia 2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie [*Specialised Markets...*].



Rys. 2. Obroty na rynkach alternatywnych w Europie na koniec grudnia 2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie [*Specialised Markets...*].



Rys. 3. Liczba spółek na rynkach alternatywnych w Europie na koniec grudnia 2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie [*Specialised Markets...*].

Na podstawie analizy danych zawartych w tab. 3 można stwierdzić, że brytyjski AIM jest niekwestionowanym liderem w Europie. Wartość kapitalizacji brytyjskiego rynku alternatywnego jest ponad siedmiokrotnie większa od Entry Standard i szesnastokrotnie większa od Alternext (por. rys. 1). Biorąc pod uwagę obroty na poszczególnych rynkach (por. rys. 2), nadal najwięcej transakcji zawieranych jest na AIM, ale na drugim miejscu znajduje się rynek Alternext, a na trzecim First North. Pod względem liczby notowanych spółek również przoduje AIM (por. rys. 3), a pozostałe rynki posiadają niewiele ponad 100 spółek na swoich parkietach, co świadczy o dobrym wyniku NewConnect na tle liderów europejskich. Rozwiązania instytucjonalne na wszystkich rynkach są podobne, wszędzie emitenci współpracują z doradcami, jedynie na NewConnect współpraca może trwać minimum rok.

Rynki europejskie zorganizowane w ramach alternatywnego systemu obrotu mają wiele cech wspólnych, a główną cechą odróżniającą je jest stopień ochrony inwestorów i charakter samego rynku. Tym, co różni powyższe rynki od siebie, jest przyszłość przedsiębiorstw notowanych w ramach alternatywnych systemów obrotu. Ze względu na wielkość rynku AIM część spółek tam notowanych traktuje ten rynek jako docelowy, natomiast emitenci z Alternext, Entry Standard, First North i NewConnect traktują alternatywny system obrotu jako etap przejściowy. Docelowym rynkiem jest rynek regulowany, który umacnia wiarygodność spółki na rynku krajowym i międzynarodowym.

4. Podsumowanie

W artykule przedstawiono największe i najważniejsze rynki alternatywne przeznaczone dla małych i średnich przedsiębiorstw w Europie. Prezentacja ich głównych przedstawicieli, ze szczególnym uwzględnieniem liderów: AIM, Alternext i Entry Standard, pokazuje, że ta forma inwestowania jest bardzo popularna w Europie.

Praktycznie każdy kraj Unii Europejskiej posiada już rynek akcji zorganizowany w ramach alternatywnego systemu obrotu prowadzony przez giełdę. W dalszym ciągu największy i najsilniejszy jest AIM w Londynie, ale w niedalekiej przyszłości inne rynki mogą stanowić dla niego zagrożenie. Pozycja warszawskiego rynku NewConnect na tle rynków europejskich wydaje się dość znacząca i cały czas rosnąca. Rynek prężnie rozwija się, liczba debiutujących spółek wzrasta, a sam parkiet zaczyna przyciągać inwestorów instytucjonalnych.

Wprowadzenie w życie przepisów dyrektywy MiFID zakończyło monopol tradycyjnych giełd papierów wartościowych jako instytucji prowadzących obrót papierami wartościowymi w poszczególnych krajach. Powstanie i rozwój rynków określanych jako Alternatywne Systemy Obrotu w pełni zliberalizowało rynek finansowy w Europie. Obecnie, gdy o inwestorów konkurują giełdy, MTF i rynki prowadzone przez firmy inwestycyjne, trzeba położyć również akcent na ich bezpieczeństwo. Istnieje potrzeba powołania paneuropejskiej instytucji nadzorującej transakcje na rynku kapitałowym w Unii Europejskiej i zwiększającej przejrzystość inwestowania na tym rynku.

Literatura

- Arcot S., Black J., Owen G., *From local to global. The rise of AIM as a stock market for growing companies. A comprehensive report analyzing the growth of AIM*, The London School of Economics and Political Science, London 2007.
- Feder-Sempach E., *Rynki alternatywne w strefie euro i Unii Europejskiej a NewConnect – analiza porównawcza*, Folia Oeconomica 238, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Giełdy alternatywne – poważna konkurencja dla GPW?*, portal finansowy Bankier, <http://www.bankier.pl>.
- Goss-Strzelecki T., *Kto kupi Chi-X Europe?*, www.parkiet.com (25.08.2011).
- Hilton A. (red.), *AIM: The Growth Market of the World*, Newsdesk Communications, London 2008.
- Mikołajczyk B., Kurczewska A., *Rynek NewConnect w Polsce na tle innych rynków alternatywnych w Europie*, „Finansowy Kwartalnik Internetowy e-finance”, 2010, vol. 6, nr 3, <http://www.e-finance.com/artykuly/152.pdf>.
- Northedge R., *New Markets, New Opportunities*, „Estates Gazette”, 12.09.2006 EG Finance,
- Porębski Ł., *Rynki alternatywne na świecie cz. 3*, „e-biuletyn NewConnect” 2009, nr 2, <http://www.ncbiuletyn.pl>.
- PricewaterhouseCoopers IPO Watch Europe*, http://prospekty.gpw.com.pl/prospekty-emisyjne/GPW/Prospekt_Emisyjny_GPW.pdf (5.01.2011).
- Specialised Markets/Segments in Equity*, Federation of European Securities Exchange, www.fese.be (5.01.2011).
- Urasiński G., *Między wolnością a anarchią*, www.forbes.pl.

Źródła internetowe

- <http://deutsche-boerse.com>.
- <http://www.exchange-handbook.co.uk/index.cfm?section=news&action=detail&id=89813>.
- <http://www.nasdaqomx.com/listingcenter/firstnorth/fnormm/?languageId=1>.
- <http://www.tradeturquoise.com>.

NEWCONNECT AND OTHER ALTERNATIVE MARKETS FOR SMALL AND MEDIUM SIZED ENTERPRISES IN EUROPE

Summary: The aim of the paper is to introduce European experiences of alternative markets devoted to small and medium sized enterprises and to relate them to Polish alternative market NewConnect. The comparative analysis, besides NewConnect market, embraces: AIM, Alternext, First North, Entry Standards, as well as Chi-X Europe and Project Turquoise. This study describes different European alternative trading systems and refers them to NewConnect market.