

**Radosław Pastusiak**

Uniwersytet Łódzki

---

**RYNKI ALTERNATYWNE W EUROPIE.  
LONDYŃSKI ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET  
A NEWCONNECT**

---

**Streszczenie:** Publikacja niniejsza jest poświęcona alternatywnym rynkom europejskim. Zmiany na rynkach kapitałowych, które spowodowały utworzenie rynków alternatywnych, zostały zapoczątkowane w latach 90. XX w. W 1995 r. powstał londyński Alternative Investment Market, który zanotował w latach 1995-1999 dynamiczny rozwój. Kryzys giełdowy w latach 2000-2001 spowodował spadek kapitalizacji również na rynkach alternatywnych, jednakże wiodąca rola oraz dobre rozwiązania prawne zastosowane w Londynie bardzo szybko zaowocowały dużym napływem spółek na rynek AIM. W 2010 r. był to największy rynek alternatywny w Europie, biorąc pod uwagę liczbę notowanych spółek oraz ich kapitalizację. Polski rynek alternatywny NC w 2010 r. był liderem w regionie Europy Środkowo-Wschodniej w zakresie liczby notowanych spółek oraz dynamiki nowych debiutów.

**Słowa kluczowe:** rynek alternatywny, NewConnect, AIM.

## 1. Wstęp

Rynek alternatywny jest to zorganizowany system obrotu dla papierów wartościowych i instrumentów finansowych poza oficjalnie obowiązującymi regulami rynku publicznego w danym kraju. Rynki alternatywne zagościły w strukturze europejskiego rynku kapitałowego w 1995 r., kiedy to utworzono przy giełdzie londyńskiej (LSE) rynek Alternative Investment Market (AIM).

W sierpniu 2007 r. Polska stała się krajem posiadającym swój własny rynek alternatywny NewConnect. Dynamika rozwoju tego rynku wskazuje na duże zainteresowanie przedsiębiorstw, które chcą zaistnieć na rynku alternatywnym, pozyskując na nim kapitał. Jednocześnie rynek ten przyciąga inwestorów, którzy są skłonni podjąć ryzyko zaangażowania kapitału na NC.

Celem tej publikacji jest pokazanie rozwoju europejskich rynków alternatywnych na tle londyńskiego Alternative Investment Market oraz uwypuklenie roli polskiego rynku alternatywnego NewConnect.

## 2. Geneza rozwoju rynków alternatywnych

Rynek kapitałowy nieustannie się zmienia. Zachodzące zmiany obejmują prawodawstwo, instytucje, sposoby notowań papierów wartościowych, sposoby rozliczeń transakcji, konstrukcje instrumentów finansowych oraz oczywiście ryzyko. Według mnie najistotniejsze zmiany, jakie zaszły w okresie ostatnich 20 lat na giełdowych rynkach europejskich, to<sup>1</sup>:

- integracja europejskich giełd papierów wartościowych,
- stworzenie ogólnodostępnych platform inwestycyjnych dla instrumentów finansowych oraz papierów wartościowych, które charakteryzują się podwyższonym ryzykiem.

Praktycznie od połowy lat 90. XX w. europejskie rynki kapitałowe zaczynają gwałtownie się zmieniać, ma to związek z wprowadzeniem euro jako waluty transakcyjnej oraz ujednoczenie ustawodawstwa związanego z rynkiem kapitałowym w poszczególnych krajach Unii Europejskiej. W 1997 r. Komisja Wspólnoty Europejskiej opublikowała dokument, w którym po raz pierwszy podjęła próbę stworzenia zestawu jednolitych rozwiązań prawnych w dziedzinie papierów wartościowych oraz usług inwestycyjnych<sup>2</sup>. Otworzyło to możliwości wykorzystane w kolejnych latach do integracji giełd narodowych oraz ponadnarodowych.

Dodatkowo klimat inwestycyjny od 1995 r. pomógł inwestorom, ponieważ boom inwestycyjny wywołany hossą internetową wspierał działania integracyjne oraz innowacyjne rynków kapitałowych [Przybylska-Kapuścińska 2007, s. 302]. To na początku tej fali w 1995 r. został utworzony londyński alternatywny rynek giełdowy AIM. W kolejnych latach do AIM dołączyły inne rynki, skupione przy najważniejszych giełdach europejskich. Jednakże rozwój rynku alternatywnego nie zawsze jest skorelowany z dynamiką wzrostu i znaczeniem rynku głównego. Istotnym czynnikiem są tutaj uwarunkowania ogólnogospodarcze oraz położenie danej giełdy.

Dynamika rynku pierwotnego w wybranych krajach europejskich została przedstawiona w tab. 1.

Analizując dane w tab. 1, widać wyraźnie, że w końcu lat 90. XX w. dominowały trzy giełdy: londyńska, hiszpańska i niemiecka. Kolejne lata potwierdzają duże znaczenie giełdy londyńskiej, która praktycznie pod względem debiutów oraz notowanych spółek pozostaje bezkonkurencyjna. Na rysunku 1 pokazano liczbę spółek notowanych w latach 2000-2005 na wybranych giełdach europejskich.

Po 2000 r. widać, że giełda LSE zaczyna dominować w zakresie przepływu kapitału na rynku akcji. Połączone giełdy europejskie Euronext nie są w stanie konkurować z rynkiem londyńskim. Główną przyczyną takiej sytuacji są bardzo sprzyjające przepisy korporacyjne w zakresie przepływu kapitału oraz zachęty podatkowe stosowane przez Wielką Brytanię dla zysków z kapitału osób mających status rezydenta.

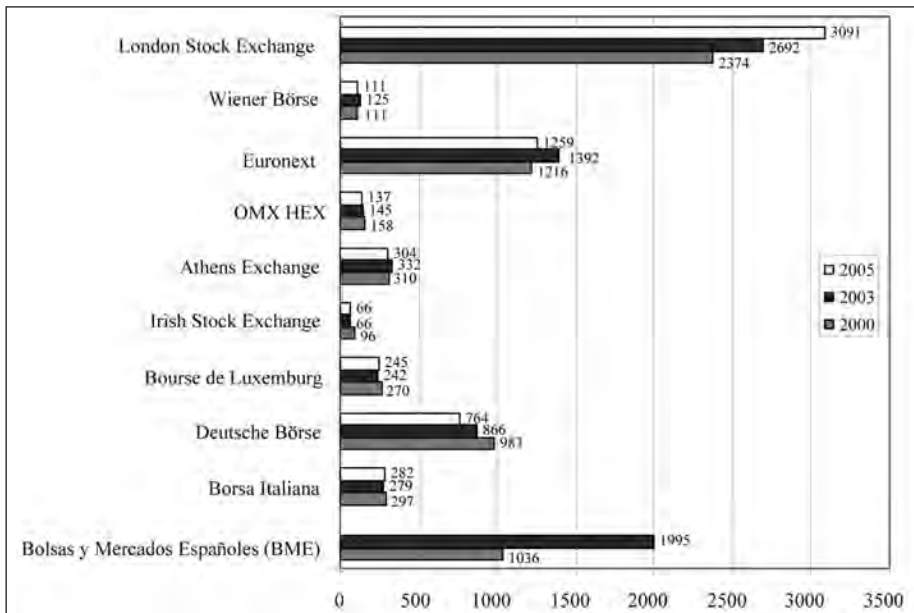
<sup>1</sup> Zob. również: [Michie 2006, s. 297].

<sup>2</sup> Recommendation for a European code of conduct relating to transactions in transferable securities, no 77/534/eec, 1997, cyt. za: [Nawrot 2008, s. 106].

**Tabela 1.** Liczba spółek debiutujących na giełdach w wybranych państwach europejskich w latach 1999-2005

Kraj	Giełda	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Austria	Wiener Börse	4	8	8	8	9	4	7
Belgia	Euronext	124	113	48	18	24	32	34
Francja								
Holandia								
Portugalia								
Finlandia	OMX Helsinki Stock Exchange	28	20	9	3	1	1	5
Grecja	Athens Exchange	37	53	21	15	13	10	5
Hiszpania	Bolas y Mercados Espanioles BME	266	327	458	383	180	89	-
Irlandia	Iris Stock Exchange	7	4	2	0	0	2	5
Luksemburg	Bourse de Luxemburg	18	13	9	12	24	10	31
Niemcy	Deutsche Börse	168	153	21	6	0	6	16
Włochy	Borsa Italiana	36	49	18	14	11	10	19
Wielka Brytania	London Stock Exchange	187	399	245	228	221	423	626

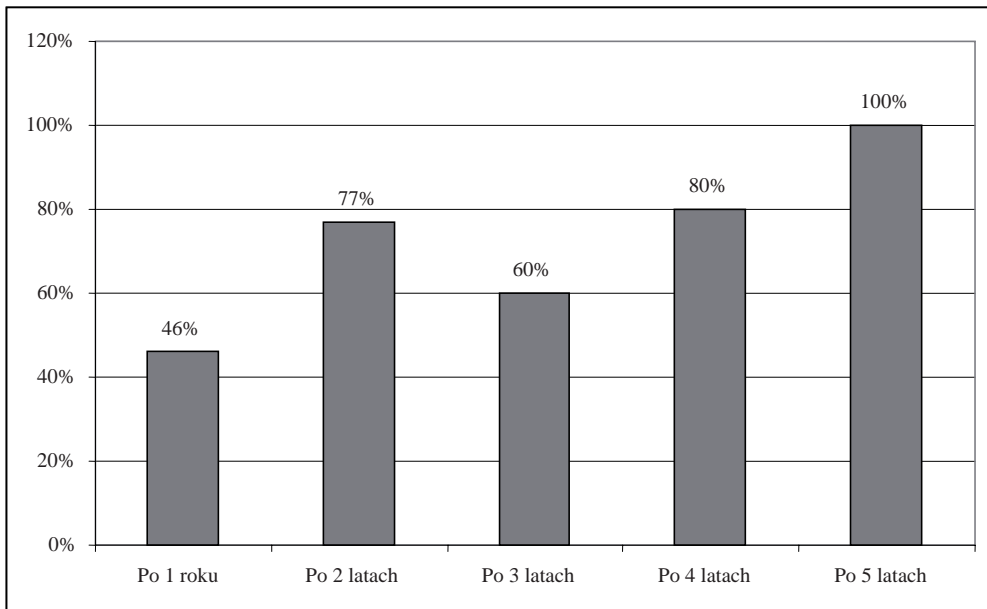
Źródło: [Przybylska-Kapuścińska (red.) 2007, s. 302].

**Rys. 1.** Liczba spółek notowanych na poszczególnych giełdach państw europejskich w latach 1999-2005

Źródło: [Przybylska-Kapuścińska (red.) 2007, s. 302].

Rynek londyński zaczyna stanowić przeciwwagę dla rynku nowojorskiego oraz rozwiniętych rynków dalekowschodnich. Londyn staje się centrum finansowym Europy w zakresie rynku akcji. W tej sytuacji rozwój rynku alternatywnego ma zapewnione bardzo korzystne warunki, ponieważ wysoka konkurencyjność Londynu w zakresie przyciągania kapitału naturalnie przekłada się na znaczną liczbę przedsiębiorstw chcących zadebiutować na tym rynku, którego najważniejszą cechą są znacznie obniżone wymagania informacyjne, charakterystyczne dla inwestycji podwyższonego ryzyka.

Dynamika rozwoju rynku londyńskiego, która przekłada się na rozwój rynku alternatywnego AIM, wcale nie oznacza, że ryzyko inwestycyjne podejmowane przez inwestorów lokujących kapitał w akcje na AIM jest małe. Na rysunku 2 podano wybrane informacje na temat efektywności inwestycji w sektorze nowych technologii w latach 2001-2006.



**Rys. 2.** Procentowy udział IPO na rynku AIM, notowanych poniżej ceny emisyjnej z sektora nowych technologii od 1 stycznia 2001 do 30 czerwca 2006 r.

Źródło: [Brannen 2007, s. 6].

Wnioski, jakie można wyciągnąć na podstawie rys. 2, są oczywiste: londyński AIM jest bardzo trudnym rynkiem dla inwestorów, jest to raczej rynek dla biorców kapitału. Jednakże przyrost spółek notowanych na AIM wskazuje, że istnieje duża liczba inwestorów chcących podjąć tak duże ryzyko. W analizowanym okresie po pięciu latach, w sektorze nowych technologii żadne przedsiębiorstwo nie utrzymało

ceny większej niż cena emisyjna. Oznacza to, że w tym sektorze czas weryfikuje pomysły przedsiębiorców nader skutecznie i jednocześnie bardzo trudno jest w nim zbudować firmę.

Sukces londyńskiego AIM spowodował podobne działania innych giełd europejskich, które stworzyły swoje rynki alternatywne.

### 3. Europejskie rynki alternatywne – analiza porównawcza

Do analizy porównawczej wykorzystano dane z połowy 2010 r., charakteryzujące podstawowe parametry aktywności rynków alternatywnych przedstawione w tab. 2.

**Tabela 2.** Podstawowe dane dotyczące wybranych alternatywnych systemów obrotu w Europie w okresie 1.01.2010 – 30.06.2010

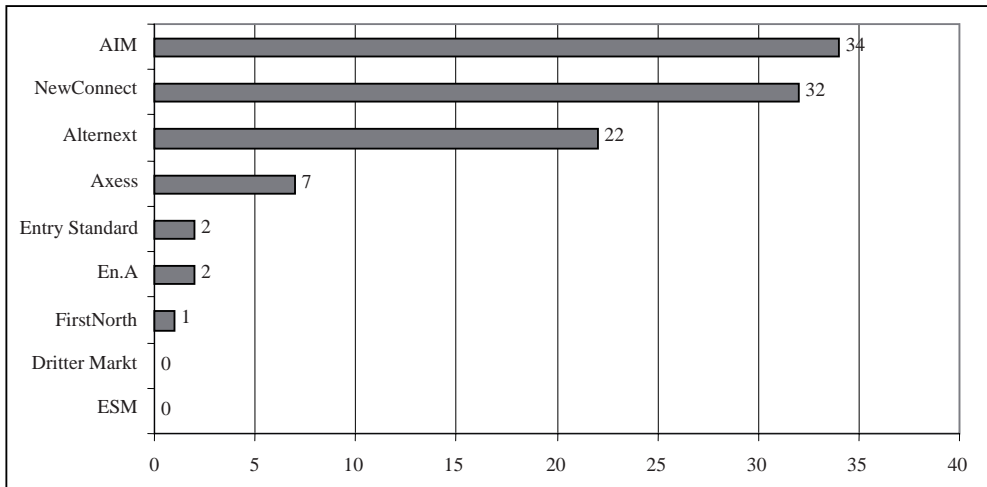
Nazwa rynku	Kraj siedziby	Liczba spółek na dzień 30.06.2010	Obroty w handlu akcjami (mln euro)	Zmiana głównego indeksu (%)	Kapitalizacja rynku (mln euro)	Zmiana kapitalizacji rynku w I poł. 2010 r. (%)
AIM	Wielka Brytania	1235	17 280,9	1	70 378,9	4
NewConnect	Polska	136	324,2	11	723,3	22
AlterNext	Belgia, Francja, Holandia, Portugalia, Wielka Brytania	156	556,0	-6	4 765,0	14
Access	Norwegia	33	359,6	-11	1 750,9	12
En.A.	Grecja	14	0,59	-12	209,6	-9
Entry Standard	Niemcy	119	665,1	11	10 700,0	27
First North	Szwecja, Dania, Finlandia	127	547,9	5	2 911,5	21
ESM	Irlandia	24	265,2	-6	1 665,0	3
Dritter Markt	Austria	4	4,5	b.d.	120,9	316

Źródło: [www.certuscapital.pl; www.world-exchanges.org].

Analiza danych z tab. 2 pokazuje, że zdecydowanie największym rynkiem alternatywnym pozostaje londyński AIM. W połowie 2010 r. było tam notowanych 1235 spółek. Następnie plasowały się giełdy AlterNext i NewConnect. Biorąc pod uwagę, że NewConnect jest jednym z najmłodszych rynków alternatywnych w tym

zestawieniu, jego solidna pozycja wśród europejskich średniaków bardzo dobrze mu rokuje na przyszłość.

W ciągu pierwszych dwóch kwartałów 2010 r. na rynku NewConnect zadebiutowały 32 spółki. Wynik ten plasuje rodzimy rynek na drugim miejscu w Europie, tuż za londyńskim AIM, na którym pojawiły się 34 nowe podmioty (rys. 3).



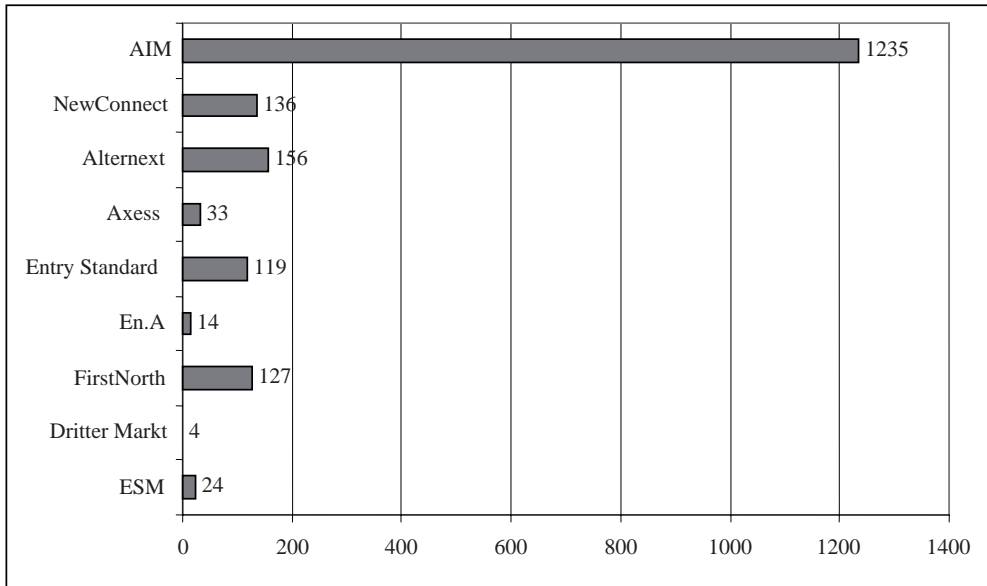
**Rys. 3.** Liczba debiutów na wybranych rynkach alternatywnych w Europie w okresie 1.01.2010 – 30.06.2010

Źródło: [www.certuscapital.pl; www.world-exchanges.org].

Tak znaczący wzrost liczby emitentów obecnych w alternatywnym systemie obrotu pozwolił polskiemu rynkowi przesunąć się na trzecie miejsce w Europie pod względem liczby notowanych spółek. Ustupuje on miejsca jedynie londyńskiemu AIM oraz przedstawicielowi sojuszu giełd zachodnioeuropejskich, platformie Alternext. Warto jednak zaznaczyć, że po prawdziwym wysypie debiutów na NewConnect w okresie lipiec–wrzesień 2010 r. (na rynku pojawiło się 26 nowych podmiotów – stan na 21.09.2010 r.), polski ASO zajął drugą pozycję w Europie<sup>3</sup>.

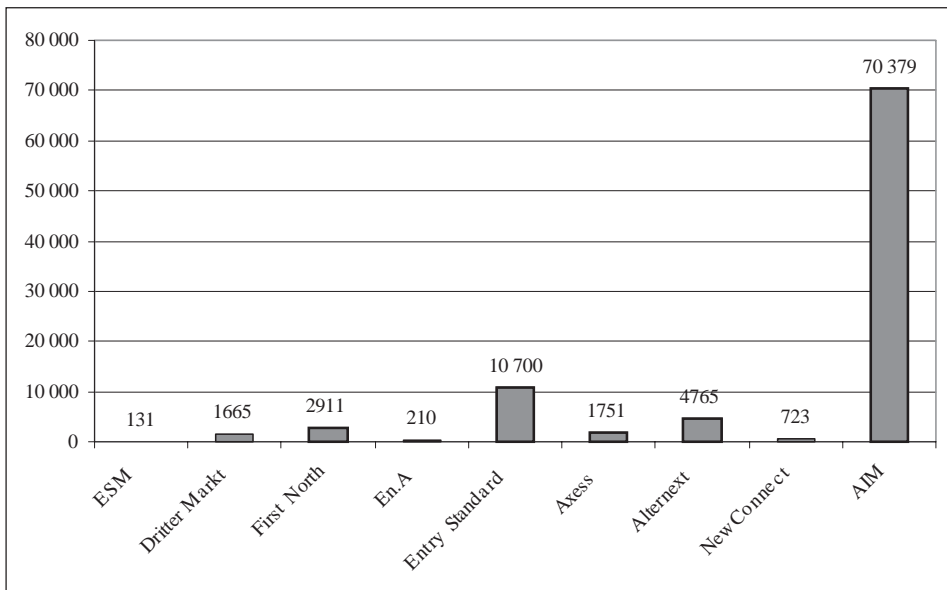
Duża liczba spółek obecnych na rodzimym rynku nie przełożyła się jednak na wysokość obrotów w handlu akcjami. Wynika to oczywiście ze stosunkowo niskiej kapitalizacji emitentów oraz wciąż niewielkiej płynności instrumentów będących przedmiotem obrotu. Niemniej jednak warto podkreślić, iż NewConnect w tej kategorii górował nad rynkami irlandzkim, greckim czy też lokalnym konkurentem z Austrii. Zaskakuje stosunkowo niewielka wartość wymiany na platformie Entry Standard z Frankfurtu, która przy kapitalizacji prawie 15-krotnie większej od polskiego ASO osiągnęła jedynie 2-krotnie wyższe obroty handlowe.

<sup>3</sup> Analizy firmy Certus Capital [www.certuscapital.pl].



**Rys. 4.** Liczba spółek na wybranych rynkach alternatywnych w Europie na dzień 30.06.2010

Źródło: [www.certuscapital.pl; www.world-exchanges.org].

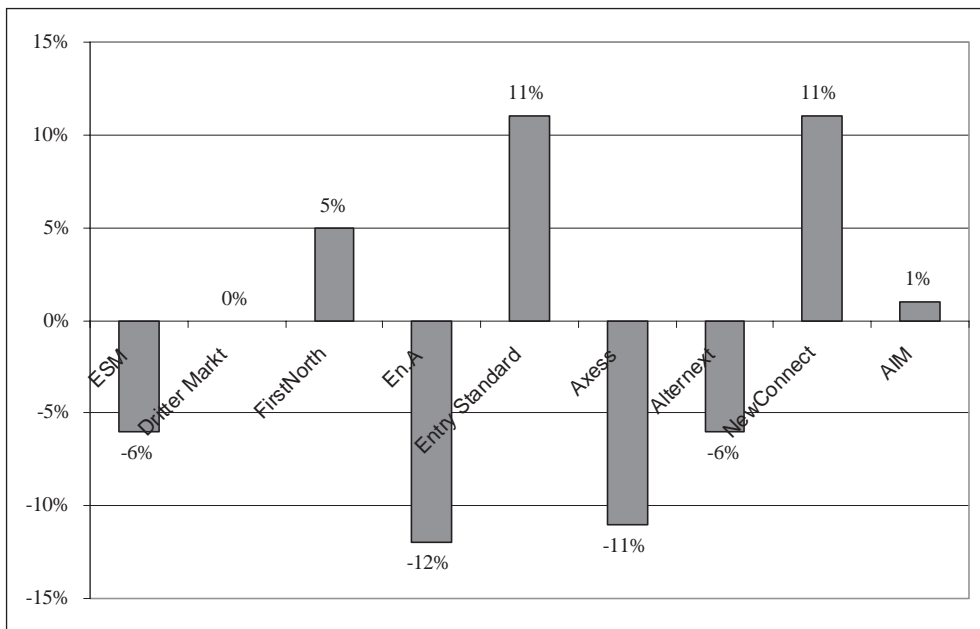


**Rys. 5.** Kapitalizacja wybranych rynków alternatywnych w Europie na dzień 30.06.2010 (w mln euro)

Źródło: [www.certuscapital.pl; www.world-exchanges.org].

Niemiecki rynek, wart 10,7 mld euro, był drugim co do wielkości w Europie (rys. 5). Bezkonkurencyjny ponownie okazał się AIM, którego łączna kapitalizacja na poziomie 70,3 mld euro jest niemal 100-krotnie wyższa od wartości NewConnect. O stopniu dojrzałości londyńskiego parkietu świadczy chociażby fakt, iż największe spółki notowane na tym ASO osiągają wycenę rynkową powyżej 1 mld euro (rys. 5).

Pozytywne przemiany następujące na NewConnect najlepiej odzwierciedlało zachowanie indeksu NCIndex, który w opisywanym okresie zwyżkował o 11% (rys. 6). Podobny rezultat zanotował jedynie Entry Standard. Poza polskim i niemieckim ASO dodatni wynik osiągnęły jeszcze AIM i FirstNorth. W przypadku pozostałych rynków najważniejsze agregaty traciły wartość, a na czele spadków znalazł się indeks En.A z przeżywającej poważne problemy gospodarcze Grecji.



**Rys. 6.** Zmiany głównych indeksów wybranych rynków alternatywnych w Europie w okresie 1.01.2010 – 30.06.2010

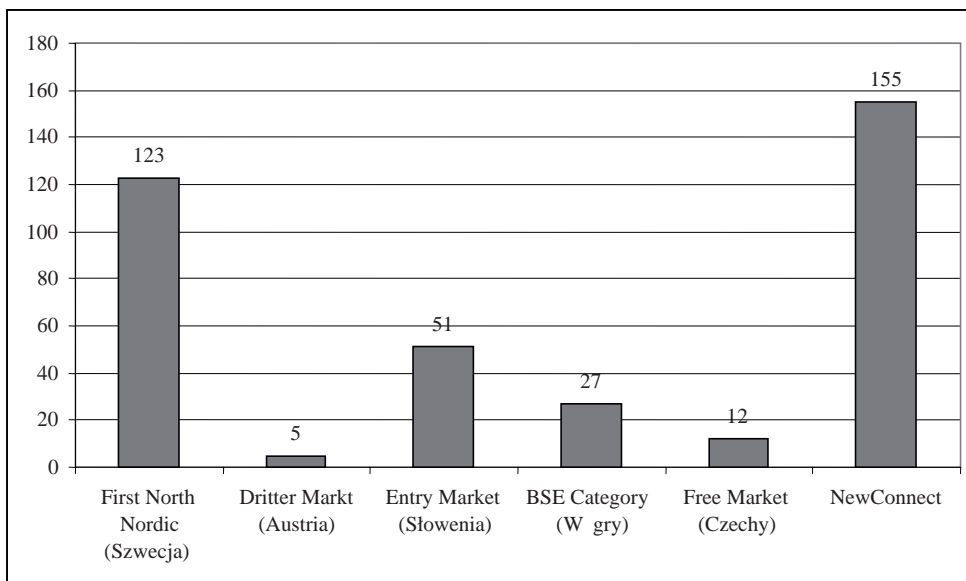
Źródło: [www.certuscapital.pl; www.world-exchanges.org].

Z analizy rynków alternatywnych Europy Środkowej, według listy spółek z rys. 6, wynika, że warszawski NewConnect nie ma znaczącej konkurencji poza szwedzkim First North Nordic.

Giełdy środkowoeuropejskie – czeska, węgierska oraz słoweńska, zrzeszone razem z Wiener Börse w CEE Stock Exchange Group również nie wyróżniają się w



tym zakresie. Łącznie na tych trzech ASO notowanych jest 90 spółek, i znowu tylko jedna z nich ma siedzibę w kraju innym niż rynek, na który akcje zostały wprowadzone do obrotu. Jednak w porównaniu ASO działających przy obu tych platformach austriacki odpowiednik NewConnect wypada błado. Funkcjonuje na nim jedynie 5 spółek, w tym jedna zagraniczna (niemiecka).



**Rys. 7.** Liczba spółek notowanych na środkowoeuropejskich ASO (dane według stanu na dzień 24.08.2010, z wyjątkiem First North Nordic – 31.07.2010)

Źródło: [www.newconnect.pl; www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth; www.bse.hu; firstnorth.nasdaqomxbaltic.com/market/?lang=en; www.ljse.si; www.pse.cz; en.wienerborse.at; www.bsse.sk; www.ceeseg.com; www.certuscapital.pl].

Na Free Market z Prague Stock Exchange handluje się jedynie akcjami 12 spółek (rys. 7), a dzienna wartość transakcji zawartych 24.08.2010 r. stanowiła zaledwie 4,5% obrotów wygenerowanych na rynku NewConnect. W tej sytuacji nie dziwi fakt, że już dwa czeskie przedsiębiorstwa zdecydowały się na upublicznienie poprzez polską platformę<sup>4</sup>. Jeszcze słabiej na tle polskiego ASO wypada rynek w Bratysławie, gdzie przez cały lipiec 2010 r. zawarto zaledwie 118 transakcji.

Analizując rynki na północy kontynentu europejskiego, również trudno znaleźć alternatywny rynek z szansami na zdominowanie regionu. Na poziomie rynków regulowanych w krajach nadbałtyckich oraz skandynawskich, podobnie jak w Austrii,

<sup>4</sup> Na podstawie danych NewConnect [www.newconnect.pl (grudzień 2010)].

Czechach, Słowenii i na Węgrzech, doszło do konsolidacji pod przewodnictwem grupy NASDAQ. Następnym krokiem było utworzenie alternatywnej platformy obrotu First North Nordic dedykowanej spółkom ze Szwecji, Finlandii, Danii i Islandii. Aktualnie są tam notowane 123 spółki i tylko jedna z nich nie ma siedziby w Skandynawii. Z kolei przy NASDAQ OMX Baltic, w którego skład wchodzi giełdy z Litwy, Łotwy i Estonii, istnieje ASO, którego pierwsze próby uruchomienia zostały przeprowadzane w 2007 r., przy czym do tej pory nie zadebiutowała tam ani jedna spółka.

Pozytywnym przykładem potwierdzającym potencjał NewConnect jest ukraińska Agroliga, która planuje debiut jeszcze w tym roku. Rejestrując spółkę-emitenta na Cyprze, może przetrzeć szlaki innym spółkom spoza Unii Europejskiej i pokazać, jakie możliwości pozyskania kapitału oferuje polskie ASO oraz jakich procedur należy dopełnić, aby się na nim znaleźć. Do alternatywnego systemu obrotu w połowie sierpnia 2010 r. wprowadzone zostały akcje bułgarskiej spółki Intercapital Property Development ADSIC.

W sytuacji gdy spółki zagraniczne stanowią zaledwie 2% wszystkich notowanych spółek, a ich kapitalizacja wynosi 5% wartości rynku, trudno mówić o międzynarodowym charakterze NewConnect. Potwierdzają to również ostatnie dane dotyczące struktury inwestorów opracowane przez GPW, z których wynika, że w pierwszym półroczu 2010 r. jedynie 1% obrotów na tym rynku został wygenerowany przez inwestorów zagranicznych. Mimo to można się pokusić o stwierdzenie, że polska platforma alternatywna jest atrakcyjna – także dla emitentów i inwestorów spoza kraju.

Nie można jednak zapominać, że oferta NewConnect jest skierowana głównie do młodych, niedużych firm. To, co doskonale sprawdza się w Polsce, w kontekście ekspansji zagranicznej stanowi czynnik ograniczający. Małe, zagraniczne spółki często są dość mocno związane z regionem, w którym operują, i niechętnie przenoszą swój kapitał na rynek, którego nie znają. Ponadto są narażone na dodatkowe koszty związane choćby z tłumaczeniem dokumentów. Wszystko to sprawia, że przedsiębiorstwa spoza Polski decydują się na debiut na naszym małym parkiecie głównie wtedy, gdy mają stosunkowo wysoką kapitalizację. Przykładem może być czeski Photon Energy, który jest piątą największą spółką notowaną na polskim ASO.

#### **4. Podsumowanie**

Rynki alternatywne są jedną z najmłodszych organizacji rynku kapitałowego, powstały one jako spełnienie oczekiwań inwestorów o podwyższonej akceptacji ryzyka. Zdecydowanym liderem wśród rynków alternatywnych w Europie jest londyński AIM. Dynamiczny rozwój rynku AIM nastąpił na skutek nadzwyczajnej koncentracji inwestycji pochodzących z różnych krajów. Londyn stał się finansowym centrum wymiany kapitału, skupiającym w znacznej ilości spółki zagraniczne, w odróżnieniu od rynku polskiego NC, który skupia prawie wyłącznie polskie przedsiębiorstwa.

Rok 2010 na NewConnect należy uznać za okres udany. Polski ASO rośnie w siłę, czego odzwierciedleniem jest konsekwentne umacnianie jego pozycji na tle europejskiej konkurencji. Najlepszym dowodem na wzrost znaczenia rodzimego rynku może być fakt rosnącego zainteresowania debiutem na NewConnect coraz większej liczby przedsiębiorstw zagranicznych, które wobec ograniczonych możliwości pozyskiwania kapitału na rodzimych rynkach, poszukują go właśnie w Polsce. Perspektywy rozwoju polskiej platformy alternatywnej wydają się zatem bardzo korzystne, a jej pojemność, mając na uwadze ogromną liczbę planowanych debiutów, trudna do oszacowania na chwilę obecną. Można jednak przypuszczać, że wyraźne spowolnienie tempa rozszerzania się rynku nastąpi dopiero przy pogorszeniu koniunktury w Polsce. Do tego czasu NewConnect powinien bez większych trudności ugruntować pozycję europejskiego wicelidera pod względem liczby podmiotów i konsekwentnie przesuwać się w górę w pozostałych zestawieniach europejskich platform alternatywnych.

Na podstawie powyższych rozważań można wywnioskować, że przed NewConnect stoi realna szansa zostania liderem w swoim regionie.

## Literatura

- Brannen L., *IPOs take AIM*, „Business Finance” 2007, April.  
Michie R.C., *The Global Securities Market. A History*, Oxford University Press, 2006.  
Nawrot W., *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, CeDEWU, Warszawa 2008.  
Przybylska-Kapuścińska W. (red.), *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, Wolters Kluwer Business, Kraków 2007.

## Źródła internetowe

- en.wienerborse.at.  
firstnorth.nasdaqomxbaltic.com.  
www.bankier.pl.  
www.bse.hu.  
www.bsse.sk.  
www.ceeseg.com.  
www.certuscapitalpl.  
www.ljse.si.  
www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth.  
www.newconnect.pl.  
www.pse.cz.  
www.world-exchanges.org.

## ALTERNATIVE MARKETS IN EUROPE. LONDON ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET VERSUS NEWCONNECT

**Summary:** This article focuses on the European alternative markets with the special attention on London AIM and the perspectives of development of Polish NewConnect. Changes on capital markets, which caused the creation of alternative markets, began in the 90s of the 20<sup>th</sup> century. London AIM, the first such a market in Europe, was created in 1995. In 1995-1999 it developed dynamically. The Stock Exchange crisis in 2000–2001 made the decrease of capitalization also on alternative markets. However, competitive low solutions in London quickly gave AIM a chance to draw new companies to the market. In 2010 it was the biggest alternative market in Europe taking into account the number of quoted companies and their capitalisation. Polish alternative market of NewConnect was a leader in 2010 in respect of the number of quoted companies and the dynamics of IPO.