

ZESZYT NR 11 (2015)



ekonomia

międzynarodowa

Ekonomia Międzynarodowa
Nr 11 (2015)

Wydawca: Uniwersytet Łódzki
(Publisher: University of Lodz)

www.ekonomia-m.pl

ISSN: 2082-4440 – wydanie papierowe (paper edition)

ISSN: 2300-6005 – wydanie elektroniczne (electronic edition)

Wersja elektroniczna czasopisma jest wersją referencyjną
(Electronic edition is the reference version of the journal)



Rynek Neuer Markt: droga od sukcesu do porażki

Sonia Woś*

Wstęp

Niemiecki system finansowy, oparty na systemie bankowym, w którym dominującą rolę wśród instytucji finansowych odgrywają banki, a kredyty są głównym źródłem kapitału obcego przedsiębiorstw, przez wiele lat był postrzegany jako jeden z najbardziej efektywnych. Jego istotną zaletą, zwłaszcza w latach 80., było zapewnienie małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do stabilnego i długoterminowego finansowania. Jednak polityka i preferencje niemieckich banków w udzielaniu kredytów wyłącznie podmiotom rynkowo ustabilizowanym i kapitałochłonnym doprowadziły na początku lat 90. do pozbawienia młodych, innowacyjnych firm z sektora najnowszych technologii dostępu do tego typu finansowania. Drugą kluczową determinantą wykluczającą rozwijające się małe i średnie przedsiębiorstwa był wysoki poziom ryzyka, towarzyszący niemal wszystkim przedsięwzięciom podejmowanym w branży high-tech. Luka kapitałowa na niemieckim rynku, a także nadmierna krytyka niemieckiego systemu finansowego przyczyniły się do powstania alternatywnego systemu obrotu – rynku Neuer Markt.

Neuer Markt, jako czwarty segment Frankfurckiej Giełdy Papierów Wartościowych, stworzony na wzór amerykańskiej platformy handlowej NASDAQ, rozpoczął swoją działalność 10 marca 1997 roku, a zakończył ją 5 czerwca 2003 roku. Na rynku tym odbywał się obrót akcjami należącymi głównie do innowacyjnych małych i średnich przedsiębiorstw (zarówno krajowych, jak i zagranicznych), które spełniały międzynarodowe standardy w zakresie jawności oraz przejrzystości prowadzenia działalności gospodarczej. Obok akcji dopuszczony-

* Sonia Woś – mgr, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Wydział Gospodarki Międzynarodowej, Katedra Finansów Międzynarodowych.

mi do obrotu papierami wartościowymi były również certyfikaty, np. amerykańskie kwity depozytowe ADR (American depository receipts). Docelowymi emitentami były wchodzące w skład branż rozwijających się spółki, wykorzystujące nowoczesne metody produkcji czy dystrybucji lub oferujące nowe, innowacyjne produkty bądź usługi. Ponadto ich aktywność gospodarcza musiała się cechować wysokimi zarówno obrotami, jak i przyszłymi zyskami.

Notowane na rynku Neuer Markt spółki charakteryzowały się przede wszystkim (Roelofsen 2002, s. 60–61):

1. stosunkowo krótkim okresem działalności – mniej niż 10 lat;
2. niską liczebnością zatrudnianego personelu – około 300 pracowników;
3. działalnością gospodarczą w innowacyjnych sektorach, takich jak telekomunikacja, usługi IT, multimedia, medycyna i biotechnologia czy inżynieria środowiska.

Głównym zadaniem alternatywnego systemu obrotu, rynku Neuer Markt, było z jednej strony zapewnienie małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do długoterminowego kapitału, a z drugiej – umożliwienie świadomym podejmowanego ryzyka inwestorom osiągnięcia dużych zysków. Istotną cechą charakteryzującą ten segment była przejrzystość działalności gospodarczej każdej z notowanych na giełdzie spółek. Gwarancją utrzymania wysokiego poziomu były rygorystyczne wymogi dopuszczenia akcji do obrotu, a także spoczywający na emitentach obowiązek publikowania w określonych odstępach czasowych sprawozdań finansowych.

Celem artykułu jest prezentacja głównych przyczyn upadku rynku Neuer Markt oraz próba udzielenia odpowiedzi na pytanie o to, po której stronie należy upatrywać źródeł porażki – po stronie formalno-prawnych aspektów funkcjonowania segmentu czy po stronie emitentów. Przeprowadzone obserwacje mogą zostać wykorzystane zarówno w badaniach, jak i analizach porównawczych innych alternatywnych systemów obrotu, np. polskiego rynku New Connect. Niniejszy artykuł powstał na podstawie dostępnej literatury przedmiotu, a także danych empirycznych z materiałów prasowych i raportów Frankfurckiej Giełdy Papierów Wartościowych, które zostały uprzednio zebrane w pracy magisterskiej autorki pt.: *Rola alternatywnego systemu obrotu w zapewnieniu dostępu do kapitału dla małych i średnich przedsiębiorstw na przykładzie rynku Neuer Markt i rynku New Connect*.

Ramy prawne funkcjonowania rynku Neuer Markt oraz indeksy giełdowe

Obrót papierami wartościowymi na giełdzie Neuer Markt, w przeciwieństwie do ówczesnych segmentów rynkowych Amtlicher Markt i Geregelter Markt odbywał się, podobnie jak na dawnym rynku Freiverkehr, na podstawie stosunków prywat-

noprawnych. Oznacza to, że z prawnego punktu widzenia Neuer Markt, mimo że był rynkiem prywatnie zorganizowanym, był traktowany jako część segmentu Freiverkehr.

Zasady funkcjonowania rynku alternatywnego określono w sporządzonym przez organizatora giełdy Deutsche Börse AG akcie *Regelwerk Neuer Markt*, zawierającym m.in. podstawowe regulacje dotyczące warunków, jakie musiały zostać spełnione, by dana spółka mogła być notowana na giełdzie, a także dotyczące ciążących na emitencie obowiązków powstałych w wyniku uczestnictwa w alternatywnym systemie obrotu. *Regelwerk Neuer Markt* składał się z pięciu głównych części: części dotyczącej ogólnych warunków funkcjonowania rynku, części określającej kryteria dopuszczenia akcji do obrotu, części regulującej handel papierami wartościowymi, części zawierającej wykaz opłat związanych z uczestnictwem w alternatywnym systemie obrotu oraz części obejmującej pozostałe przepisy; jego podstawą prawną był regulamin organizacyjny Frankfurckiej Giełdy Papierów Wartościowych (*die Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse*) (Neubauer 2002, s. 4–5).

Handel papierami wartościowymi regulowały również ustawa o obrocie giełdowym (*das Börsengesetz*), ustawa o handlu papierami wartościowymi (*das Wertpapierhandelsgesetz*), ustawa o prospekcie emisyjnym (*das Verkaufsprospektgesetz*) oraz wspomniany regulamin organizacyjny Frankfurckiej Giełdy Papierów Wartościowych.

Podejście prywatnoprawne obowiązujące na giełdzie Neuer Markt w literaturze przedmiotu jest postrzegane jako rozszerzenie podejścia publicznoprawnego stosowanego na pozostałych segmentach rynku (Roelofsen 2002, s. 70–71). Uzasadnieniem tego stwierdzenia był wymóg spełnienia wszystkich kryteriów dostępu do rynku Geregelter Markt. Ponadto w świetle dyrektywy Rady 93/22/EWG w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych segment Neuer Markt był traktowany jako Geregelter Markt.

Na rynku Neuer Markt funkcjonowały trzy rodzaje indeksów giełdowych: NEMAX-All-Share, NEMAX50 oraz 10 indeksów branżowych (Biotechnology, Financial Services, Industrials & Industrial Services, IT Services, Media & Entertainment, Medtech & Healthcare, Software, Technology, Telecommunication) (Plötz 2001, s. 12).

Indeks NEMAX-All-Share obejmował wszystkie notowane na giełdzie papiery wartościowe. Organizator rynku – spółka Deutsche Börse AG – oferowała swoim emitentom dwie jego wersje: *Kurs-index* oraz *Performance-index*. Wskaźnik *Performance-index* uwzględniał nie tylko kurs akcji (jak w przypadku miernika *Kurs-index*), ale i kwotę wypłacanej dywidendy. Skutkowało to tym, że jego wartość zawsze utrzymywała się na wyższym poziomie. Różnice te nie były duże, oscylowały w okolicach 0,5%. Indeks NEMAX-All-Share publikowano na łamach prasy, w internecie; aktualne notowania pojawiały się także w wybranych, tematycznych stacjach telewizyjnych.

Indeks NEMAX 50 obejmował pięćdziesiąt największych pod względem kapitalizacji spółek notowanych na giełdzie Neuer Markt. Wskaźnik ten, potocznie nazywany również *Blue-Chip-Index*, został oficjalnie wprowadzony przez organizatora rynku 1 lipca 1999 roku. Podobnie jak w przypadku miernika NEMAX-All-Share, emitenci mieli do dyspozycji dwie wersje indeksu: *Kurs-index* oraz *Performance-index* (Beike, Köttner, Schlütz 2000, s. 146–153).

Najmłodszymi indeksami giełdowymi segmentu Neuer Markt były indeksy branżowe – wprowadzono je w maju 2000 roku. Wskaźniki te odzwierciedlały sytuację rynkową wewnątrz każdego sektora. Dla przykładu: na początku lipca 2000 roku najatrakcyjniejsze z punktu widzenia potencjalnego inwestora były spółki biotechnologiczne, a na ostatnim miejscu uplasowały się przedsiębiorstwa branży internetowej (Plötz 2001, s. 6).

Wejście spółki na rynek Neuer Markt oraz główne obowiązki informacyjne emitenta

Wniosek o dopuszczenie akcji do obrotu giełdowego

Skutkiem obowiązywania pomiędzy uczestnikami Neuer Markt stosunków prywatnoprawnych był wymóg złożenia w pierwszej kolejności wniosku o dopuszczenie akcji do obrotu na rynku Geregelter Markt. Spełnienie wszystkich kryteriów dostępu do tego segmentu upoważniało przedsiębiorstwo do składania aplikacji na rynek alternatywny. Dla uproszczenia procedur Deutsche Börse AG umożliwiło wniesienie dwóch wniosków równocześnie – emitent, składając podanie dotyczące rynku Neuer Markt, automatycznie rezygnował z notowania akcji na Geregelter Markt.

Dopuszczenie akcji do obrotu w segmencie Geregelter Markt miało miejsce nie wcześniej niż przed upływem trzech dni roboczych, licząc od daty publikacji wniosku. Dopiero po pomyślnym zakończeniu wszystkich formalności związanych z wejściem na ten segment, emitent mógł rozpocząć procedurę dopuszczenia akcji do obrotu na rynku Neuer Markt (*Rules and Regulations Neuer Markt* 2000, s. 4).

Wniosek musiał zostać sporządzony w wersji papierowej i zawierać m.in. nazwę spółki, adres jej siedziby, rodzaj i liczbę emitowanych akcji, a także nazwę i siedzibę wybranych przez emitenta przynajmniej dwóch doradców finansowych – *Designated Sponsors*. Ponadto w podaniu należało zawrzeć informację o byciu notowanym bądź równoczesnym składaniu aplikacji zarówno na inne giełdy krajowe, jak i rynki zagraniczne państw należących do ówczesnej Europejskiej Wspólnoty Gospodarczej lub Europejskiego Obszaru Gospodarczego. Dokument musiał zostać złożony wraz z instytucją kredytowo-finansową, a także zawierać oświadczenia głównych akcjonariuszy o niesprzedawaniu posiadanych akcji przez sześć miesięcy od dnia wejścia spółki na rynek Neuer Markt.

Mniej więcej trzy miesiące przed planowanym IPO odbywała się krótka prezentacja kandydującej spółki przed przedstawicielami zarządu Deutsche Börse AG, która miała na celu weryfikację aspektów formalnych oraz przynależności przedsiębiorstwa do grupy docelowej rynku alternatywnego. Ostateczną decyzję o dopuszczeniu akcji do obrotu na giełdzie Neuer Markt podejmował zarząd Deutsche Börse AG, a obowiązkiem emitenta było opublikowanie wniosku i informacji o nim na łamach przynajmniej jednej krajowej gazety codziennej (Knips 2000, s. 338–340).

Do odrzucenia wniosku dochodziło wtedy, kiedy spółka nie spełniła wszystkich warunków wymaganych w przypadku wejścia na ten segment, a także jeżeli wysoce prawdopodobne było wystąpienie zagrożenia ochrony interesów inwestorów. Negatywna decyzja mogła zostać podjęta również wtedy, gdy notowanie na rynku danego przedsiębiorstwa prowadziło do istotnego uszczerbku interesu publicznego.

Warunki dopuszczenia akcji do obrotu giełdowego

Warunki, jakie spółka musiała spełnić, by jej akcje były notowane na rynku Neuer Markt, można podzielić zgodnie z klasyfikacją zaproponowaną przez Nielsa K.-H. Roelofsena (Roelofsen 2002, s.72–74) ze względu na główne cechy i funkcje rynku kapitałowego. Obok warunków formalnych przedsiębiorstwa były zobligowane do spełnienia wymagań związanych z przejrzystością, płynnością oraz ochroną inwestorów.

Główne kryteria formalne

1. Profil przedsiębiorstwa musiał być zgodny z opisem grupy docelowej segmentu Neuer Markt (innovacyjne małe i średnie przedsiębiorstwa z branż rozwijających się).
2. Na emitencie ciążył obowiązek spełnienia wszystkich kryteriów dostępu do rynku Geregelter Markt.
3. Wniosek o dopuszczenie akcji do obrotu musiał zostać złożony łącznie przez emitenta oraz instytucję kredytową, instytucją świadczącą usługi finansowe lub zagraniczne przedsiębiorstwo świadczące usługi finansowo-kredytowe mające swoją filię na terenie Niemiec, zgodnie z art. 53. ustawy o instytucjach i transakcjach kredytowych (*das Kreditwesengesetz*). Instytucje te musiały być notowane na krajowej giełdzie papierów wartościowych, a ich kapitał własny musiał kształtować się na poziomie minimum 730 tysięcy euro. W sytuacji, gdy spółką kandydującą była instytucja finansowo-kredytowa spełniająca wymienione warunki, wniosek mógł zostać złożony tylko przez emitenta.
4. Na rynek Neuer Markt mogły zostać wprowadzone wyłącznie akcje zwykłe (a nie akcje uprzywilejowane).

5. Do obrotu mogły zostać dopuszczone papiery wartościowe przedsiębiorstw, które funkcjonowały minimum trzy lata (Deutsche Börse AG umożliwiła wejście na rynek również spółkom działającym przynajmniej rok – warunkiem IPO było opublikowanie przez emitenta bilansu rocznego).

Główne kryteria związane z płynnością

1. Kapitał własny musiał wynosić 1,5 miliona euro (z wyłączeniem nadwyżki kapitału przeznaczonej na IPO).
2. Minimalny wolumen akcji dopuszczony do obrotu to 100 tysięcy akcji zwykłych, a ich łączna wartość nominalna wynosiła 250 tysięcy euro.
3. Przynajmniej 50% wolumenu emisji musiało zostać pokryte nadwyżką kapitału przeznaczoną na IPO.
4. *Freefloat* – jeżeli wolumen emisji wynosił ponad 100 milionów euro, wskaźnik *freefloat* musiał wynosić przynajmniej 20% (rekomendowany przez Deutsche Börse AG poziom – 25%). Z kolei w sytuacji, gdy wolumen emisji oscylował poniżej poziomu 100 milionów euro, wskaźnik mógł zostać obniżony do poziomu minimum 10%.

Główne kryteria związane z przejrzystością

1. Emitent był zobowiązany do sporządzania rocznego sprawozdania finansowego zgodnie z międzynarodowymi standardami IAS (*International Accounting Standards*) lub UP-GAAP (*United States General Accepted Accounting Principles*).
2. Na emitencie ciążył obowiązek sporządzania kwartalnych sprawozdań finansowych.
3. Emitent był zobowiązany do natychmiastowego powiadomienia o zmianach personalnych w zarządzie spółki oraz radzie nadzorczej.

Główne kryteria związane z ochroną inwestorów

1. Główni akcjonariusze mieli zakaz oferowania, sprzedaży, a także wyrażania chęci pozbycia się swoich akcji, w sposób pośredni i bezpośredni, przez sześć miesięcy, licząc od dnia wejścia spółki na rynek Neuer Markt (tzw. *locked-up period*). Emitent był zobowiązany do dostarczenia stosownych oświadczeń od swoich akcjonariuszy razem z wnioskiem o dopuszczenie akcji do obrotu.
2. Emitent był zobligowany do niepozyskiwania innego kapitału obcego przez sześć miesięcy, licząc od dnia pierwszego notowania na rynku alternatywnym.

Konsekwencją dopuszczenia akcji do obrotu giełdowego było nałożenie na emitenta obowiązków, z których musiał się wywiązywać podczas całego okresu notowania spółki na rynku Neuer Markt. Były one związane głównie z przejrzystością i jawnością prowadzenia przez niego działalności gospodarczej.

Jednym z obowiązków emitenta było przeprowadzanie przynajmniej raz w roku spotkań z analitykami giełdowymi, podczas których omawiano obecną

sytuację i kondycję notowanego przedsiębiorstwa. W czasie rozmowy strony poruszały kwestie związane m.in. z wypłacalnością spółki, możliwymi do osiągnięcia zyskami w perspektywie krótko- i długoterminowej, a także z aktualną i planowaną ofertą produktowo-usługową. Wszystkie te aspekty podlegały również analizie w kontekście bieżącej sytuacji rynkowej. Do obowiązków spółki należało również powiadamianie o istotnych dla prowadzenia działalności wydarzeniach (tzw. publikacja *der Unternehmenskalender*), takich jak:

1. zwołanie walnego zgromadzenia,
2. wypłata dywidend,
3. emisja nowych akcji.

Jednym z ważniejszych obowiązków notowanego przedsiębiorstwa była również tzw. publikacja *ad hoc*. Zgodnie z art. 15. ustawy o handlu papierami wartościowymi, emitent był zobligowany do natychmiastowej publikacji faktów istotnych dla kształtowania się poziomu kursu kupna – sprzedaży akcji. Należały do nich publicznie nieznanne zdarzenia odnoszące się wyłącznie do specyfiki działalności notowanej spółki, które bezpośrednio oddziaływały na prowadzoną przez nią aktywność gospodarczą, a w konsekwencji miały także znaczący wpływ na cenę emitowanych papierów wartościowych. Do zdarzeń tych można było zaliczyć m.in. pozyskanie nowych lub utrata dotychczasowych kluczowych klientów, zakłócenia procesu produkcji i dystrybucji towarów, zakup patentów i licencji, fuzje, wejście do obrotu giełdowego spółek córek czy zmiany strukturalno-organizacyjne (Förschle Helmschrott 2001, s. 40–41).

Oprócz tego emitent był zobligowany do natychmiastowego powiadamiania organizatora giełdy – Deutsche Börse AG – o papierach wartościowych posiadanych przez członków zarządu i rady nadzorczej. Informacja ta musiała nie tylko zostać podana w prospekcie emisyjnym, ale i każdorazowo uwzględniana w kwartalnych sprawozdaniach finansowych oraz bilansie rocznym.

Obowiązek publikowania sprawozdań finansowych

Przedsiębiorstwo notowane na giełdzie Neuer Markt, w przeciwieństwie do spółek należących do segmentu Geregelter Markt, było zobowiązane do publikowania kwartalnych sprawozdań finansowych, które umożliwiały potencjalnym inwestorom dokładną analizę bieżącej sytuacji finansowej spółki. Dokument ten odzwierciedlał przebieg działalności gospodarczej w danym okresie oraz zawierał kluczowe, jeśli chodzi o rozwój emitenta, wskaźniki.

Kwartałne sprawozdanie finansowe musiało zawierać m.in. bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych, roczny zysk lub stratę netto przypadającą na jedną akcję, a także informację o liczbie zatrudnionych pracowników.

Struktura oraz zawartość dokumentu opierały się na danych uwzględnionych w poprzedzającym go sprawozdaniu rocznym. Ponadto, zgodnie z art. 7.1.1. *Re-*

Regelwerk Neuer Markt, pierwsze sprawozdanie kwartalne musiało obejmować trzy miesiące, drugie sześć miesięcy, trzecie dziewięć miesięcy, a czwarte należało zastąpić sprawozdaniem rocznym. Podczas opracowywania dokumentu emitent był zobowiązany stosować takie same standardy i reguły rachunkowości, jakie zostały wykorzystane do sporządzenia podsumowania rocznego (Plückelmann 2000, s. 92–93).

Notowana na rynku Neuer Markt spółka była również zobligowana do publikacji rocznych sprawozdań finansowych sporządzanych zgodnie z obowiązującymi międzynarodowymi standardami rachunkowości – IAS lub US-GAAP. Możliwe było również opracowanie go według wytycznych niemieckiego kodeksu handlowego; warunkiem było przygotowanie dodatkowego egzemplarza w angielskiej lub niemieckiej wersji językowej zawierającego standardy IAS. Emitent mógł wybrać normy, zgodnie z którymi opracowywano dokument.

Delisting z rynku Neuer Markt

W literaturze przedmiotu wyróżnia się dwa sposoby wycofania akcji z notowania giełdowego: z własnej inicjatywy oraz w wyniku naruszenia podstawowych zasad handlu papierami wartościowymi (Roelofsen 2002, s. 92).

W pierwszym przypadku emitent dobrowolnie rezygnuje z uczestnictwa w obrocie giełdowym. Przykładem mogą być spółki, których akcje są notowane na więcej niż jednym rynku. Ich *delisting* jest motywowany m.in. chęcią koncentracji papierów wartościowych (a także ich płynności) wyłącznie na jednej giełdzie.

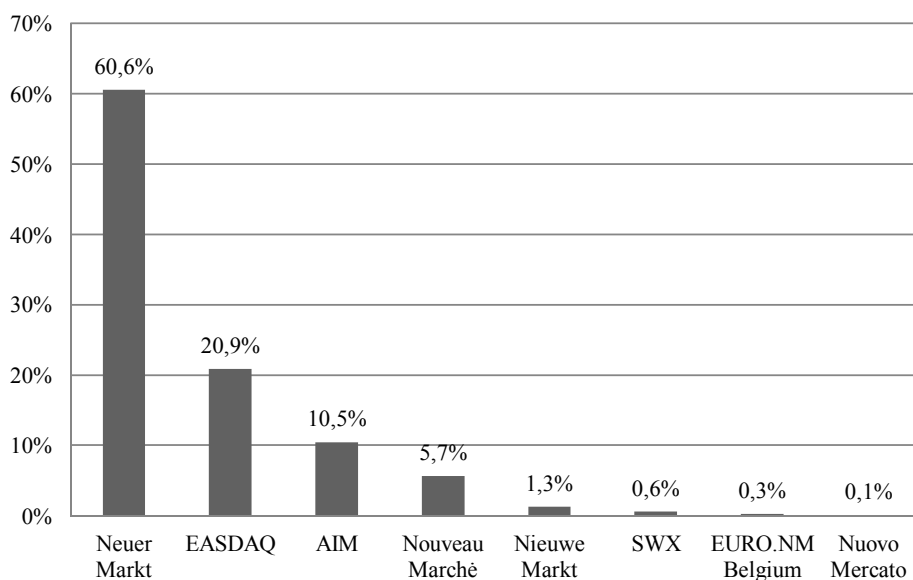
Znaczna liczba wycofań akcji z obrotu na rynku Neuer Markt była spowodowana naruszeniem przez emitentów zasad *Regelwerk Neuer Markt*, niewywiązywaniem się z nałożonych na nich obowiązków, niemożnością zapewnienia zgodnego z prawem przebiegu zawierania transakcji handlowych oraz zagrożeniem ochrony porządku publicznego. Decyzję o *delistingu* danego przedsiębiorstwa podejmowała jako organizator obrotu giełdowego spółka Deutsche Börse AG. Wycofanie spółki z giełdy Neuer Markt powodowało automatyczne przeniesienie jej na rynek *Geregelter Markt*. Było to możliwe dzięki początkowemu spełnieniu wszystkich warunków dostępu do tego segmentu (Roelofsen 2002, s. 93).

Istotny wpływ na proces usunięcia spółki z notowania na niemieckim rynku alternatywnym miała nowelizacja aktu *Regelwerk Neuer Markt*. Wprowadzone zmiany, obowiązujące od 1 października 2002 roku, dawały organizatorowi giełdy możliwość wycofania z obrotu spółek, w przypadku których jedna akcja przez trzydzieści kolejnych dni kosztowała mniej niż 1 euro, a wartość giełdowa przedsiębiorstwa wynosiła maksymalnie 20 milionów euro (były to tzw. spółki *penny stocks*). Emitenci spełniający te kryteria byli automatycznie wpisywani na *czarną listę* na dziewięćdziesiąt dni (Roelofsen 2002, s. 94).

Rozwój rynku Neuer Markt w latach 1997–2003 i przyczyny jego upadku

Rynek Neuer Markt od początku funkcjonowania aż do końca 2000 roku cechował się dynamiczną tendencją wzrostową. W latach 1998, 1999 i 2000 łączny wolumen *Initial Public Offering* w tym segmencie wynosił kolejno 61%, 79% oraz 87% ogólnej liczby IPO w Niemczech w tym okresie. W ciągu kilku lat niemiecki rynek stał się główną i jedną z najatrakcyjniejszych europejskich giełd alternatywnego obrotu, o czym mogą świadczyć dane zaprezentowane na poniższym wykresie.

Wykres 1. Udział procentowy w kapitalizacji europejskich rynków alternatywnego obrotu (stan na czerwiec 1999 roku)

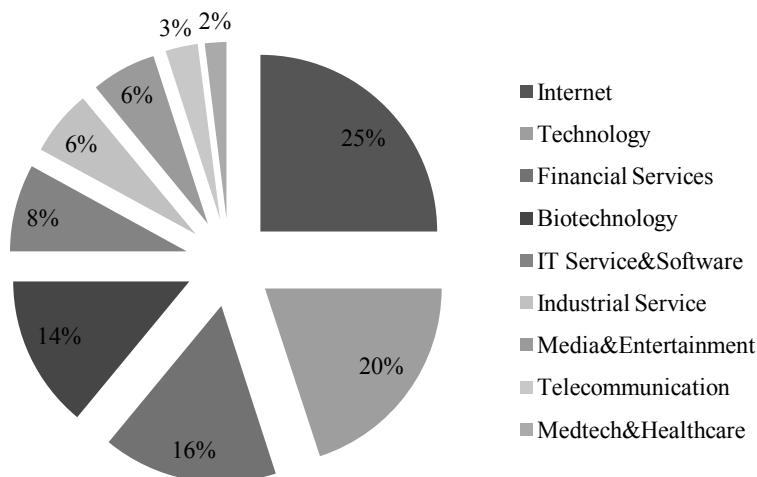


Źródło: Vitols [2001, s. 8].

Pod koniec pierwszego roku działalności giełdy indeks NEMAX-All-Share obejmował tylko 15 akcji. W ciągu kolejnych dwóch lat zaobserwowano ich stopniowy wzrost, a w 17 maja 1999 roku było na nim notowanych 100 spółek. Dynamiczna tendencja wzrostowa liczby IPO w grudniu 1999 roku doprowadziła do podwojenia notowanych akcji. W lipcu 2000 roku indeks giełdowy obejmował 300 spółek, z czego 20% stanowiły przedsiębiorstwa mające siedzibę za granicą (m.in. ze Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Irlandii, Francji, Austrii, Szwajcarii, Holandii, Luksemburga, Węgier czy Izraela) (Plötz 2001, s. 9). Pod koniec tego samego roku w obrocie giełdowym znajdowało się już 338 innowacyjnych małych i średnich przedsiębiorstw (Vitols 2001, s. 556).

W pierwszym roku funkcjonowania rynku najwięcej przedsiębiorstw należało do branży software – 61,8%. Na drugim miejscu uplasowały się spółki sektora usługowego (około 16%), na trzecim znaleźli się emitenci świadczący usługi telekomunikacyjne (12,7%). Na ostatniej pozycji byli przedsiębiorcy z branży motoryzacyjnej (6,2%) (Schlote, Steffen 1997, s. 4). Dwa lata później, w 1999 roku, liderem nadal był sektor software, jednak należało do niego już znacznie mniej podmiotów – 28,1%. Na kolejnych miejscach uplasowały się sektory: usług internetowych (15,8%), usług IT (11,5%) oraz elektroniczny (10,8%). Ostatnie pozycje zajmowały branże: biotechnologiczna (5%), telekomunikacyjna (4,3%), a także technik medycznych (1,4%) (Volk 2000, s. 34). W 2000 roku najwięcej spółek należało do sektorów: usług internetowych (25%), zaawansowanych technologii (20%), usług finansowych (16%) oraz do branży biotechnologicznej (14%) (Roelofsen 2002, s. 98–99). Analizując powyższe dane, można zaobserwować, że w ciągu 3 lat coraz większe znaczenie, obok sektora IT, zaczęły odrywać również branże biotechnologiczna oraz high-tech. Tendencję wzrostową wykazywały również obroty giełdowe. Dla przykładu – między pierwszym a ostatnim kwartałem 1998 roku odnotowano ich przyrost w wysokości około 33%.

Wykres 2. Podział branżowy spółek notowanych na giełdzie Neuer Markt (stan na 31.07.2001)



Źródło: Roelofsen [2002, s. 67].

Od początku funkcjonowania do końca 1998 roku Neuer Markt doświadczył dwóch faz spadkowych obejmujących cały niemiecki rynek kapitałowy. Pomimo redukcji wolumenu obrotów giełdowych i obniżenia cen papierów wartościowych na większości giełd krajowych, segment Neuer Markt nadal wykazywał relatywne tendencje wzrostowe. W okresie sierpień – listopad 1997 roku kapitalizacja rynku odnotowała przyrost w wysokości około 20%, podczas gdy główny indeks giełdowy DAX spadł o 3 punkty procentowe (pp.). Z kolei w sierpniu i wrześniu

1998 roku wskaźnik NEMAX-All-Share obniżył się o 29%, przy jednoczesnym spadku indeksu DAX o 25% (Knips 2000, s. 402–403).

Począwszy od roku 2000, na rynku Neuer Markt zaobserwowano stopniową redukcję liczby *Initial Public Offering*. W pierwszym kwartale 2002 roku do obrotu giełdowego weszło mniej niż pięć spółek. W kolejnych, aż do końca grudnia, nie pojawiło się ani jedno przedsiębiorstwo. W związku z tym 26 września 2002 roku Deutsche Börse AG podjęło decyzję o zamknięciu rynku Neuer Markt. Ostatnia sesja giełdowa odbyła się 21 marca 2003 roku, a w dniu jego oficjalnej likwidacji, tj. 5 czerwca 2003 roku, wszystkie notowane na rynku spółki zostały przeniesione na Geregelter Markt.

Analizę przyczyn upadku niemieckiego alternatywnego systemu obrotu należy rozpocząć od przedstawienia uwarunkowań rynkowych w pierwszych latach funkcjonowania Neuer Markt. Segment Frankfurckiej Giełdy Papierów Wartościowych, jak już zostało wspomniane, był przeznaczony dla grupy młodych, innowacyjnych małych i średnich przedsiębiorstw należących głównie do sektora zaawansowanych technologii oraz IT. Początek jego działalności przypadł na lata dobrej koniunktury rynkowej, tzw. bańki internetowej, kiedy to obserwowano wzmoczoną euforię na światowych rynkach giełdowych spowodowaną wysokim poziomem kapitalizacji i cen akcji spółek z branży informatycznej. Był to okres intensywnego rozwoju segmentu Neuer Markt, dlatego był on postrzegany jako największy i najbardziej renomowany europejski rynek alternatywny. W momencie pęknięcia bańki koniunktura rynkowa znacznie się pogorszyła, co znalazło odzwierciedlenie również na giełdzie Neuer Markt. Notowane na niej firmy nie były w stanie osiągnąć prognozowanych wcześniej wyników finansowych, a ceny ich akcji rozpoczęły gwałtownie spadać. W październiku 2002 roku indeks NEMAX-All-Share uzyskał wynik, który stanowił zaledwie 4% jego maksymalnej wartości z marca 2000 roku. Okazało się również, że niektóre notowane na rynku Neuer Markt spółki już od jakiegoś czasu borykały się z problemem utrzymania płynności finansowej, ukrywając ten fakt przed opinią publiczną. Przyczyniło się to do kilku bankructw, a także licznych skandali. Pierwszym emitentem, który ogłosił swoje bankructwo, była spółka Gigabell AG. Od chwili jej wejścia na rynek 11 sierpnia 1999 roku do momentu upadłości we wrześniu 2000 roku ceny akcji przedsiębiorstwa wzrosły z 38 euro do 123 euro. Decyzją organizatora giełdy *delisting* Gigabell AG miał miejsce 23 lutego 2001 roku, pięć miesięcy po ogłoszeniu przez spółkę niewypłacalności. Kolejnymi emitentami, którzy poinformowali o swoim bankructwie, byli m.in. Micrologica AG, Infomatec AG, Met@box AG, Teldafax AG oraz Refugium AG.

Skandale wybuchające wokół notowanych na giełdzie spółek w głównej mierze dotyczyły manipulacji związanych z cenami akcji oraz tzw. transakcji *insider trading*. Przykładem może być afera z listopada 2000 roku z udziałem przedsiębiorstwa Infomatec czy skandal wokół spółki CPU AG z grudnia 2001 roku. O oszustwa związane z defraudacjami oskarżone były spółki Comroad AG oraz

Kinowelt Medien AG (kolejno w lutym i październiku 2002 roku). W przypadku Comroad AG okazało się, że aż 98,6% transakcji zostało zawartych z nieistniejącymi podmiotami rynkowymi (Burghof Hunger 2004, s. 314).

W celu polepszenia sytuacji na rynku Neuer Markt, a także zachowania dobrej renomy i reputacji Frankfurckiej Giełdy Papierów Wartościowych, organizator giełdy – spółka Deutsche Börse AG – zaostrzyła kryteria dopuszczania akcji do obrotu na rynku alternatywnym, m.in. dodając w październiku 2001 roku do *Regelwerk Neuer Markt* regulacje dotyczące tzw. spółek groszowych (z ang. *pennystocks*). Zgodnie z nowymi zasadami notowane na giełdzie spółki mogły zostać wycofane z obrotu w momencie, gdy przez 30 następujących po sobie dni cena ich akcji była niższa niż 1 euro, a ich obrót giełdowy nie przekroczył w tym samym czasie kwoty 20 milionów euro. Zmiana regulacji pogorszyła tylko koniunkturę rynku Neuer Markt. Pierwszym emitentem, którego akcje na mocy nowych regulacji zostały wycofane z obrotu giełdowego, była spółka Kabel New Media AG. W tym czasie kolejni emitenci ogłaszali bankructwo, m.in. Biodata Information Technologies AG, Brokat Infosystems AG, Management Data Media Systems AG, mb Software AG oraz Lipro AG, a spółki Biodata Information Technologies AG i Lobster AG zostały wycofane z rynku.

Podsumowanie

Powstanie niemieckiego alternatywnego systemu obrotu, rynku Neuer Markt, było odpowiedzią na wzmożone i nieustanne zapotrzebowanie małych i średnich przedsiębiorstw innowacyjnych w początkowej fazie rozwoju na kapitał. Jego otwarcie przyczyniło się też do zniwelowania występującego na niemieckim rynku zjawiska, które w literaturze przedmiotu określa się mianem luki kapitałowej.

Analizując strukturę branżową spółek obecnych na rynku, odzwierciedloną w indeksach giełdowych, można stwierdzić, że Neuer Markt w każdej fazie rozwoju był zdominowany przez przedsiębiorstwa z sektora IT oraz usług internetowych. Wyjaśnieniem tego może być ówczesna dobra koniunktura rynkowa, tzw. bańka internetowa, której pęknięcie pośrednio przyczyniło się do upadku giełdy Neuer Markt.

Obok uwarunkowań rynkowych, do głównych przyczyn klęski niemieckiego alternatywnego systemu obrotu zalicza się ukrywane przed opinią publiczną problemy z utrzymaniem przez spółki płynności finansowej, co doprowadziło do wybuchu licznych skandali oraz bankructw. W związku z tym można stwierdzić, że źródłem porażki należy upatrywać zarówno po stronie aspektów formalno-prawnych, jak i – w dużej mierze – po stronie emitentów.

W przypadku nieujawniania przez spółki problemów z utrzymaniem płynności finansowej mamy do czynienia ze złamaniem dwóch fundamentalnych wymagań, które musiały zostać spełnione w celu dopuszczenia akcji do obrotu – związanych z płynnością oraz przejrzystością prowadzenia działalności gospodarczej.

W obliczu licznych, niekiedy bardzo restrykcyjnych procedur i wymagań, oraz obowiązków ciążących na emitentach, takich jak złożenie wniosku wraz z uwierzytelnioną instytucją finansową, składanie sprawozdań finansowych czy spotkania z analitykami giełdowymi w celu omówienia bieżącej sytuacji spółki zatajenie kluczowych informacji wydaje się niemożliwe. Spółka Deutsche Börse AG, jako organizator rynku Neuer Markt, powinna dużo wcześniej zmodyfikować i dostosować obowiązujące procedury do uwarunkowań rynkowych, np. wprowadzić wymóg częstszych spotkań z analitykami rynkowymi, a nie tylko zaostrzyć kryteria dopuszczenia akcji do obrotu, które jedynie pogorszyły koniunkturę giełdy.

Badanie struktury, rozwoju oraz błędów prowadzących do upadku rynku Neuer Markt zostanie wykorzystane do przeprowadzenia analizy porównawczej z polskim alternatywnym systemem obrotu – giełdą New Connect. Zagadnienie to będzie przedmiotem rozważań kolejnego artykułu autorki.

Bibliografia

- Beike R., Köttner A., Schlütz J. (2000), *NeuerMarkt und Nasdaq. Erfolgreich an den Wachstumbörsen*, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, Stuttgart.
- Burghof, H.P., Hunger, A. (2004), *The NeuerMarkt: an (overly) risky asset of Germany's financial system, The Rise and Fall of Europe's New Stock Markets Advances in Financial Economics*, Vol. 10.
- Förschle G., Helmschrott H. (2001), *NeuerMarkt an der Frankfurter Wertpapierbörse*, Fachverlag Moderne Wirtschaft, Frankfurt am Main.
- Knips S. (2000), *Risikokapital und NeuerMarkt*, Peter Lang GmbH Internationaler Verlag der Wissenschaften, Frankfurt am Main.
- Neubauer S. (2002), *Zulässigkeit und Grenzen der einseitigen Änderung des Regelwerks Neuer Marktdurch die Deutsche Börse AG*, praca doktorska, Christian-Albert Universität, Kiel.
- Plötz W. (2001), *Who is who. NeuerMarkt*, Frankfurter Allgemeine Zeitung Verlagsbereich Buch, Frankfurt am Main.
- Plückelmann K. (2000), *Der NeuerMarkt der Deutsche Börse AG*, Peter Lang GmbH Internationaler Verlag der Wissenschaften, Frankfurt am Main.
- Roelofsen N.K.H. (2002), *Initial Public Offering am NeuerMarkt*, hansebuch Verlag, Hamburg.
- Rules and Regulations NeuerMarkt, wg stanu prawnego na dzień 1 lipca 2002 roku.
- Schlote K., Steffen H. (1997), *NeuerMarkt mit voller Kraft voraus*, Dresdner Kleinwort Benson Research.
- Vitols S. (2001), *Frankfurt's NeuerMarkt and the IPO explosion: is Germany on the road to Silicon Valley?*, „Economy and Society”, Vol. 30, No. 4.
- Volk G. (2000), *Going Public. Der Gang and die Börse: Beratung, Erfahrungen, Begleitung, NeuerMarkt*, Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart, Stuttgart.

Streszczenie

Celem artykułu jest zaprezentowanie niemieckiego rynku NeuerMarkt, jego struktury, dynamicznego rozwoju w latach 1997–2003 oraz głównych przyczyn upadku. Analizie poddano ramy prawne funkcjonowania rynku, indeksy giełdowe, główne kryteria dopuszczania akcji do obrotu, a także wybrane obowiązki informacyjne ciążyące na emitentach. Do źródeł porażki niemieckiego alternatywnego systemu obrotu zalicza się pęknięcie tzw. bańki internetowej, które doprowadziło do spadku cen akcji. Do upadku przyczyniły się również liczne skandale i bankructwa notowanych na giełdzie spółek, a także zaostrzenie przez Deutsche Börse AG kryteriów wejścia na rynek. Przeprowadzone obserwacje mogą zostać wykorzystane podczas analizy innych alternatywnych systemów obrotu, np. polskiego rynku NewConnect.

Słowa kluczowe: alternatywny system obrotu, niemiecki rynek kapitałowy, Giełda Papierów Wartościowych we Frankfurcie, Neuer Markt

Summary

Neuer Markt: from Success to Failure

The aim of the article is to show the functioning of NeuerMarkt and the main factors and reasons of the fall of the German NeuerMarkt. It characterizes the German stock exchange market during 1997–2003. The objective has been achieved with the analysis of the Neuer Markt legal framework, IPO emission requirements, selected (informational) statements demanded from issuers, delisting procedures, and a study of stock indexes. Furthermore Neuer Markt has been evaluated in cross reference with dynamic growth, downward phases and market structure. The main reason behind the termination of the Neuer Markt is the burst of the Internet bubble which contributed to the drastic drop in market share prices. Moreover, scandals around cited companies and tightened entry criteria implemented by the Deutsche Börse had a negative influence on the NeuerMarkt situation. Observations noted in the research can be used in analysis of the alternative markets' current situation, e.g. the Polish alternative market NewConnect. The article presents the main errors and oversights made during the operation of the functioning which contributed to its fall in 2003. Research of foreign literature, press articles and the Frankfurt Stock Börse publications has been applied.

Key words: Alternative Trading System, German capital market, Frankfurt Stock Exchange, Neuer Markt

JEL: G10, G12, G33